

**Die Zulassung von Wertpapieren  
zur amtlichen Notierung in Frankreich  
und in der Bundesrepublik Deutschland**

**Vergleichende Darstellung**

**Inaugural-Dissertation**

zur Erlangung des Doktorgrades  
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
der  
Johann Wolfgang Goethe-Universität  
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

**Lise Funck-Brentano**

aus Saarbrücken

1964



**Die Zulassung von Wertpapieren  
zur amtlichen Notierung in Frankreich  
und in der Bundesrepublik Deutschland**  
**Vergleichende Darstellung**

**Inaugural-Dissertation**  
zur Erlangung des Doktorgrades  
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
der  
Johann Wolfgang Goethe-Universität  
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

**Lise Funck-Brentano**  
aus Saarbrücken



1964

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h. c. Dr. h. c. Helmut Coing

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. Dr. h. c. Wolfram Müller-Freienfels

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juli 1963

# Inhaltsverzeichnis

## Einleitung

|                                                                                                       |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>I. Teil: Die wirtschaftliche Entwicklung der Börsen und das Zulassungsverfahren</b>                | <b>15</b> |
| I. Die Entstehung des Börsenhandels und seine Entwicklung bis zur Einführung des Zulassungsverfahrens | 15        |
| A. In Frankreich                                                                                      | 15        |
| B. In Deutschland                                                                                     | 16        |
| II. Die Entstehung des Zulassungsverfahrens und ihre wirtschaftliche Ursachen                         | 18        |
| A. In Frankreich                                                                                      |           |
| 1. Die Entstehung des Zulassungsverfahrens bei dem Parquet                                            | 19        |
| 2. Die Einführung eines Zulassungsverfahrens bei der Coullisse                                        | 21        |
| B. In Deutschland                                                                                     | 23        |
| III. Der Ausbau des Zulassungsverfahrens                                                              | 26        |
| A. In Frankreich                                                                                      |           |
| 1. Die Einführung von Publizitätspflichten                                                            | 26        |
| 2. Das Zulassungsverbot ausländischer Wertpapiere                                                     | 26        |
| 3. Die Börsenreform im Jahr 1942                                                                      | 27        |
| 4. Die Börsenreform im Jahr 1961                                                                      | 30        |
| B. In Deutschland                                                                                     |           |
| 1. Die Jahre nach Erlass des Börsengesetzes                                                           | 31        |
| 2. Die Bankenkrise                                                                                    | 32        |
| 3. Die Zwangswirtschaft im Dritten Reich                                                              | 32        |
| 4. Die stufenweise Wiedereinführung der ordentlichen Börsengesetzgebung                               | 34        |
| IV. Vergleich der historischen Entwicklung der Zulassungsverfahren in Frankreich und in Deutschland   | 36        |

|                                                                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>II. Teil: Die Zulassungsbehörden</b>                                                                                                 | 39 |
| <b>I. Kapitel: Die Zulassungsbehörden in Frankreich</b>                                                                                 | 39 |
| A. Die Chambre Syndicale des Agents de Change                                                                                           | 39 |
| § 1 Rechtsstellung                                                                                                                      | 40 |
| § 2 Zusammensetzung                                                                                                                     | 40 |
| 1. Zusammensetzung im Allgemeinen                                                                                                       | 40 |
| 2. Ausschluß von Mitgliedern in besonderen Fällen                                                                                       | 41 |
| § 3 Aufgaben und Pflichten im Zulassungsverfahren                                                                                       | 41 |
| 1. Die Prüfungspflicht                                                                                                                  | 41 |
| 2. Umfang der Prüfung                                                                                                                   | 41 |
| 3. Art der Prüfung                                                                                                                      | 42 |
| 4. Haftung                                                                                                                              | 43 |
| B. Das Comité des Bourses de Valeurs                                                                                                    | 43 |
| § 1 Rechtsstellung                                                                                                                      | 43 |
| § 2 Zusammensetzung                                                                                                                     | 44 |
| § 3 Befugnisse im Zulassungsverfahren                                                                                                   | 44 |
| § 4 Kontrolle der Beschlüsse                                                                                                            | 46 |
| <b>II. Kapitel: Die Zulassungsbehörden in der Bundesrepublik Deutschland</b>                                                            |    |
| A. Die Zulassungsstelle                                                                                                                 | 46 |
| § 1 Rechtsstellung                                                                                                                      | 46 |
| § 2 Zusammensetzung                                                                                                                     | 47 |
| 1. Zusammensetzung im Allgemeinen                                                                                                       | 47 |
| 2. Ausschluß von Mitgliedern in besonderen Fällen                                                                                       | 48 |
| § 3 Aufgaben und Pflichten der Zulassungsstelle                                                                                         | 48 |
| 1. Die Prüfungspflicht                                                                                                                  | 49 |
| 2. Die Informationspflicht                                                                                                              | 50 |
| B. Die Aufsicht über die Zulassungsstelle                                                                                               | 51 |
| § 1 Umfang der Aufsicht                                                                                                                 | 51 |
| § 2 Die Aufsichtsorgane                                                                                                                 | 52 |
| 1. Der Bundeswirtschaftsminister                                                                                                        | 52 |
| 2. Die Landesregierung                                                                                                                  | 52 |
| 3. Der Staatskommissar                                                                                                                  | 53 |
| <b>III. Kapitel: Vergleich der Organisation und Funktion der Zulassungsbehörden in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland</b> | 54 |
| § 1 Unterschiede in der Bestimmung und Organisation der Zulassungsbehörden                                                              | 54 |

|                                                                              |           |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| § 2 Unterschiede in der Ausübung der Funktionen der Zulassungsbehörden . . . | 54        |
| 1. Die Prüfungspflicht . . . . .                                             | 55        |
| a) Umfang der Prüfung . . . . .                                              | 55        |
| b) Art der Prüfung . . . . .                                                 | 55        |
| 2. Die Informationspflicht . . . . .                                         | 55        |
| 3. Die Befugnisse der Zulassungsbehörden .                                   | 56        |
| § 3 Bewertung der beiden Regelungen . . .                                    | 56        |
| <b>III. Teil: Das Zulassungsverfahren im Allgemeinen . . .</b>               | <b>58</b> |
| <b>I. Kapitel: Das Zulassungsverfahren in Frankreich . . .</b>               | <b>58</b> |
| § 1 Die Zulassungsfähigen Wertpapiere . . .                                  | 58        |
| 1. Festverzinsliche Wertpapiere . . .                                        | 59        |
| 2. Wertpapiere mit veränderlichem Ertrag .                                   | 59        |
| § 2 Allgemeine Voraussetzungen der Zulassung .                               | 60        |
| § 3 Der Antrag auf Zulassung . . . . .                                       | 61        |
| 1. Der Antragsteller . . . . .                                               | 61        |
| 2. Die Form und der Inhalt des Antrags .                                     | 61        |
| § 4 Die Anlagen zum Antrag . . . . .                                         | 61        |
| 1. Rechtliche Urkunden . . . . .                                             | 61        |
| 2. Wirtschaftliche und finanzielle Urkunden . . . . .                        | 62        |
| 3. Der Bericht . . . . .                                                     | 63        |
| 4. Die Verpflichtungserklärungen des Antragstellers . . . . .                | 64        |
| a) Allgemeine Verpflichtungserklärungen . . . . .                            | 64        |
| b) Verpflichtungserklärungen bei der Börsenzulassung von Obligationen .      | 65        |
| § 5 Die Beschlüsse der Zulassungsstelle . . .                                | 65        |
| 1. Genehmigung der Zulassung . . . . .                                       | 66        |
| 2. Ablehnung der Zulassung . . . . .                                         | 66        |
| 3. Rücknahme der Zulassung . . . . .                                         | 66        |
| 4. Rechtsmittel . . . . .                                                    | 67        |
| § 6 Die Veröffentlichungen und die Aufnahme der amtlichen Notierung . . .    | 67        |
| 1. Die Veröffentlichungen vor der Börseneinführung . . . . .                 | 67        |
| a) Die Bekanntmachung im BALO . . . . .                                      | 67        |
| b) Die „Notice SEF“ . . . . .                                                | 70        |
| c) Die Anzeige im amtlichen Kursblatt .                                      | 70        |
| 2. Die Veröffentlichungen nach der Börseneinführung . . . . .                | 71        |
| a) Gesellschaften deren Bilanz über mehr als zehn Millionen Francs lautet    | 71        |

- b) Gesellschaften deren Bilanz über  
weniger als zehn Millionen Francs  
lautet . . . . .

71

## **II. Kapitel: Das Zulassungsverfahren in der Bundesrepublik Deutschland**

|                                                                                                |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| § 1 Die zulassungsfähigen Wertpapiere . . . . .                                                | 72 |
| 1. Festverzinsliche Wertpapiere . . . . .                                                      | 72 |
| 2. Wertpapiere mit veränderlichem<br>Ertrag . . . . .                                          | 73 |
| 3. Zwischenformen . . . . .                                                                    | 73 |
| § 2 Allgemeine Voraussetzungen der Zulassung                                                   | 73 |
| § 3 Der Antrag auf Zulassung . . . . .                                                         | 74 |
| 1. Der Antragsteller . . . . .                                                                 | 74 |
| 2. Die Form des Antrags . . . . .                                                              | 75 |
| 3. Der Inhalt des Antrags . . . . .                                                            | 75 |
| § 4 Die Anlagen zum Antrag . . . . .                                                           | 75 |
| 1. Rechtliche Urkunden . . . . .                                                               | 75 |
| 2. Wirtschaftliche Urkunden . . . . .                                                          | 76 |
| 3. Verpflichtungserklärungen des Wert-<br>papierausstellers . . . . .                          | 76 |
| 4. Der Prospekt . . . . .                                                                      | 77 |
| a) Allgemeines . . . . .                                                                       | 77 |
| b) Inhalt des Prospekts . . . . .                                                              | 77 |
| c) Bezugnahmeprospekt . . . . .                                                                | 80 |
| d) Die Prospekthaftung . . . . .                                                               | 81 |
| 1- Die für den Prospekt verant-<br>wortliche Personen . . . . .                                | 81 |
| 2- Voraussetzungen der Haftung . . . . .                                                       | 81 |
| 3- Berechtigung zum Schadenersatz . . . . .                                                    | 82 |
| 4- Umfang des Schadenersatzes . . . . .                                                        | 83 |
| § 5 Die Beschlüsse der Zulassungsstelle und<br>die dagegen vorgesehenen Rechtsmittel . . . . . | 83 |
| 1. Genehmigung der Zulassung . . . . .                                                         | 83 |
| 2. Ablehnung der Zulassung . . . . .                                                           | 84 |
| a) Gründe . . . . .                                                                            | 84 |
| b) Mitteilung an die Vorstände der<br>übrigen Wertpapierbörsen . . . . .                       | 84 |
| 3. Rücknahme der Zulassung . . . . .                                                           | 84 |
| 4. Rechtsmittel . . . . .                                                                      | 85 |
| a) Beschwerde . . . . .                                                                        | 85 |
| b) Klage beim Verwaltungsgericht . . . . .                                                     | 86 |
| § 6 Die Pflichtveröffentlichungen und die<br>Aufnahme der amtlichen Notierung . . . . .        | 86 |
| 1. Die „Pflichtblätter“ . . . . .                                                              | 86 |
| 2. Die Aufnahme der amtlichen Notierung . . . . .                                              | 87 |

|                                                                                                                                                 |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>III. Kapitel: Vergleich der Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland</b>                                      | <b>88</b> |
| § 1 Unterschiede in den Zulassungsverfahren                                                                                                     | 88        |
| 1. Unterschiede in der Stellung des Antrags                                                                                                     | 88        |
| 2. Unterschiede in den Anlagen zum Antrag und in der Haftung für ihre Richtigkeit                                                               | 88        |
| a) Wichtige Unterlagen die nur in Frankreich eingereicht werden müssen                                                                          | 89        |
| b) Wichtige Unterlagen die nur in der Bundesrepublik eingereicht werden müssen                                                                  | 89        |
| 3. Unterschiede in den Veröffentlichungen der Gesellschaften vor der Börseneinführung ihrer Wertpapiere und in der Haftung für ihre Richtigkeit | 91        |
| a) Französische Regelung                                                                                                                        | 91        |
| b) Deutsche Regelung                                                                                                                            | 91        |
| 4. Unterschiede in den Veröffentlichungen der Gesellschaften nach der Börseneinführung ihrer Wertpapiere                                        | 92        |
| a) Französische Regelung                                                                                                                        | 92        |
| b) Deutsche Regelung                                                                                                                            | 93        |
| § 2 Bewertung der Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland                                                       | 93        |
| 1. Vorteile und Mängel der Französischen Regelung                                                                                               | 93        |
| 2. Vorteile und Mängel der Deutschen Regelung                                                                                                   | 94        |

#### **IV. Teil: Besondere Zulassungsverfahren**

|                                                                             |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>I. Kapitel: Besondere Zulassungsverfahren in Frankreich</b>              | <b>95</b> |
| § 1 Das Zulassungsverfahren für öffentliche Anleihen (fonds d'état)         | 95        |
| 1. Begriff                                                                  | 95        |
| 2. Verfahren                                                                | 95        |
| § 2 Das Zulassungsverfahren bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen | 96        |
| 1. Kapitalerhöhung                                                          | 96        |
| 2. Kapitalherabsetzung                                                      | 97        |
| § 3 Das Zulassungsverfahren bei ausländischen Wertpapieren                  | 97        |
| 1. Das grundsätzliche Zulassungsverbot                                      | 98        |
| 2. Das Zulassungsverfahren                                                  | 99        |
| a) Die Prüfungspflicht der Zulassungsbehörden                               | 99        |
| b) Die Informationspflicht der Emittenten                                   | 100       |
| 3. Fragen die aus den Unterschieden in den Rechtsordnungen entstehen        | 101       |

|                                                                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>II. Kapitel: Besondere Zulassungsverfahren in der Bundesrepublik Deutschland</b>                                   | 102 |
| § 1 Das Zulassungsverfahren für öffentliche Anleihen                                                                  | 102 |
| 1. Die Zulassung gemäß § 39 BG                                                                                        | 102 |
| a) Begriff der privilegierten Wertpapiere                                                                             | 102 |
| b) Die erforderlichen Auskünfte                                                                                       | 103 |
| 2. Die Zulassung nach § 40 BG                                                                                         | 103 |
| a) Begriff der privilegierten Wertpapiere                                                                             | 103 |
| b) Das Verfahren                                                                                                      | 104 |
| § 2 Das Zulassungsverfahren bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen                                           | 105 |
| 1. Kapitalerhöhung                                                                                                    | 105 |
| 2. Kapitalherabsetzung                                                                                                | 106 |
| § 3 Das Zulassungsverfahren für ausländische Wertpapiere                                                              | 107 |
| 1. Die grundsätzliche Gleichbehandlung                                                                                | 107 |
| 2. Das Zulassungsverfahren                                                                                            | 107 |
| 3. Fragen die aus den Unterschieden in den Rechtsordnungen entstehen                                                  | 109 |
| <b>III. Kapitel: Vergleich der besonderen Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland</b> | 110 |
| § 1 Vergleich der prüfungslosen Börsenzulassung privilegierter Wertpapiere                                            | 110 |
| § 2 Vergleich der Zulassungsverfahren bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen                                 | 110 |
| § 3 Vergleich der Zulassungsverfahren für ausländische Wertpapiere                                                    | 111 |

## Abkürzungsverzeichnis

|            |                                                                          |
|------------|--------------------------------------------------------------------------|
| a.a.O.     | an angegebenen Ort                                                       |
| Abs.       | Absatz                                                                   |
| ADHGB      | Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch                                  |
| Akt.G.     | Aktiengesetz                                                             |
| Art.       | Artikel                                                                  |
| BALO       | Bulletin des Annonces Légales Obligatoires                               |
| Bd.        | Band                                                                     |
| BG         | Börsengesetz                                                             |
| BGB        | Bürgerliches Gesetzbuch                                                  |
| BO         | Börsenordnung                                                            |
| bzw.       | beziehungsweise                                                          |
| Cass. Civ. | Cour de Cassation, chambre civile                                        |
| CCDVT      | Caisse Centrale de Dépôt et de Virement de Titres                        |
| CC         | Code Civil                                                               |
| CCom       | Code de Commerce                                                         |
| CDBV       | Comité des Bourses de Valeurs                                            |
| EWG        | europäische Wirtschaftsgemeinschaft                                      |
| ff         | folgende                                                                 |
| GG         | Grundgesetz                                                              |
| HGB        | Handelsgesetzbuch                                                        |
| JCP        | Jurisclasseur Périodique                                                 |
| JO         | Journal Officiel                                                         |
| Nr.        | Nummer                                                                   |
| OLG        | Oberlandesgericht                                                        |
| RG         | Reichsgericht                                                            |
| RGBI       | Reichsgesetzblatt                                                        |
| RGZ        | Reichsgerichtszeitung                                                    |
| S.         | Seite                                                                    |
| SICOVAM    | Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières |
| u. a.      | unter anderem                                                            |
| Vgl.       | vergleiche                                                               |
| VO         | Verordnung                                                               |
| Zul.Bek.   | Zulassungsbekanntmachung                                                 |
| z.B.       | zum Beispiel                                                             |
| z.Z.       | zur Zeit                                                                 |



## Einleitung

Wertpapierbörsen sind Umsatzplätze für fungible Wertpapiere, die „in großen, gleichartigen Mengen für den Erwerb durch das Publikum ausgegeben werden.“<sup>1)</sup> Die Börse kann jedoch nicht den gesamten Kapitalmarkt umfassen. Sie stellt nämlich zwei Haupterfordernisse für ihre Handelsobjekte auf: Fungibilität und Massenumsätze. Fungibel ist aber mit wenigen Ausnahmen nur das Kapital, welches durch Inhaberpapiere verbrieft ist. Das Erfordernis des Massenumsatzes ist andererseits bei denjenigen Inhaberpapieren nicht erfüllt, die nicht in großen Mengen ausgegeben worden sind oder deren Mehrheit sich in festen Händen befindet. Ein großer Teil des Kreditmarkts wird daher neben den Börsen von den Kreditinstituten und dem privaten Kapitalmarkt vertreten.

Die Börse ist auch nicht ein Markt, an dem Kapitalinhaber und kredit-suchende Unternehmen zusammentreffen. Sie dient nicht der unmittelbaren Finanzierung von Unternehmen. Ein Wertpapier ist meistens schon längst untergebracht, wenn sein börsenmäßiger Handel angestrebt wird<sup>2)</sup>. Gesellschaften oder öffentliche Körperschaften, die langfristigen Kredit benötigen, verschaffen ihn sich, indem sie Wertpapiere ausstellen, die sie entweder direkt an die Zeichner oder an einen Vermittler, im Allgemeinen eine Bank oder ein Bankkonsortium, ausgeben.

Die Banken verfügen über viele Möglichkeiten, um über ihre Filialen, Depositenkassen oder befreundete Kreditinstitute direkt an das Publikum heranzukommen ohne die Börse in Anspruch zu nehmen.

Die Begriffe Ausgebung, Emission und Börseneinführung, die oft synonym verwendet werden, müssen dabei unterschieden werden. Nach allgemeinem Sprachgebrauch<sup>3)</sup> bedeutet die Ausgebung die rechtsgeschäftliche Fortgabe des Wertpapiers seitens des Ausstellers, ohne Unterschied, ob er direkt an das Publikum oder erst an einen Vermittler herantritt. Unter Emission ist dagegen die gesamte Tätigkeit zu verstehen durch die eine Bank, ein Konsortium oder dergleichen Wertpapiere auf den Markt bringen, u.a. auch auf den Börsenmarkt.

Wenngleich die Börse zur Finanzierung der Unternehmen nicht unmittelbar dient, so trägt sie doch zu der Beschaffung von Kapital bei, indem sie entgegengesetzte Interessen, nämlich einerseits das Bedürfnis der Unternehmen nach langfristigem Kredit und andererseits den Wunsch der Kreditgeber nach möglichst großer Liquidität ihrer Geldanlage ausgleicht.

---

1) H. Göppert, Das Recht der Börsen, 1932 S. 55

2) In Sonderfällen, vor allem bei der Emission von Pfandbriefen erfolgt die Ausgebung erst nachdem der börsenmäßige Handel gewährleistet werden kann.

3) Vgl. hierzu Nussbaum, Kommentar zum Börsengesetz, 1910 S. 148

Der börsenmäßige Handel der Wertpapiere bietet dem Kreditgeber die Gewähr, daß er jederzeit seine Anlage flüssig machen kann. Er kann damit rechnen, daß er jeweils zu dem ihm günstig erscheinenden Zeitpunkt Abnehmer findet, die die betreffenden Effekten zu Anlage- oder Spekulationszwecken erwerben. Andererseits ist dem anlagesuchenden Publikum die Möglichkeit geboten, verfügbares Kapital jederzeit anlegen zu können. Die Wertpapierbörse erfüllt somit eine doppelte Funktion: Sie gewährt den schon gebildeten langfristigen Anlagen Liquidität und bietet neuem Kapital Anlagemöglichkeiten. Das Kapital des Wertpapiererwerbers tritt an die Stelle des Kapitals des Wertpapierveräußerers, der seine freigewordenen Mittel auf anderer Weise wieder verwenden kann.

Diesen wirtschaftlichen Zweck erfüllt die Börse durch die amtliche Notierung. Die amtliche Notierung besteht darin, daß ein Wertpapier unter Benutzung der Börseneinrichtungen gehandelt und sein Preis, der „amtliche Kurs“ oder „cours officiel“, der maßgebend ist auch für die außerhalb der Börse abgeschlossenen Geschäfte, ermittelt und veröffentlicht werden kann<sup>4)</sup>. Die Frage, welche Börseneinrichtungen für die amtliche Notierung in Anspruch genommen werden und wer den Kurs zu ermitteln hat, ist in Frankreich und in der Bundesrepublik gesetzlich verschieden geregelt und soll im ersten Hauptteil der Arbeit erörtert werden. Der ermittelte Kurs, der der wirklichen Geschäftslage an der Börse entsprechen muß, wird in einem besonderen Blatt, dem „amtlichen Kursblatt“ oder „bulletin de la cote“, dem ein verbindlicher Aussagewert zukommt, täglich an jeder Wertpapierbörse veröffentlicht. Die amtliche Notierung bietet dem Börseninteressenten die Gewähr:

- daß er das Wertpapier zu jeder Zeit erwerben oder veräußern kann,
- daß das Wertpapier zu dem Marktgerechten Kurs gehandelt wird, und
- daß er den Kapitalwert des betreffenden Wertpapiers jederzeit feststellen kann.

Obwohl die Umgangssprache wie auch der Gesetzgeber den Handel mit amtlicher Notierung als „Börsenhandel“ bezeichnet, gibt es an den Börsen noch einen zweiten freien Markt, der „Freiverkehr“<sup>5)</sup> oder „marché hors cote“, für den die börsenrechtlichen Vorschriften in Bezug auf Handel und Preisfeststellung keine Geltung haben. An diesem Markt werden Wert-

4) In Frankreich werden die Geschäfte in amtlich notierten Wertpapieren infolge des vorgeschriebenen Maklerzwangs fast ausschließlich an der Börse abgeschlossen. Banken können die Kauf- und Verkaufsanträge ihrer Kunden nicht ausgleichen. Ein Ausgleich kann im Einzelfall nur unter Privatpersonen oder anderen Gesellschaften als Kreditinstitute vorgenommen werden. In der Bundesrepublik dagegen gleichen die Banken die Kauf- und Verkaufsaufträge der eigenen Kundschaft weitgehend aus. Die Börse gibt jedoch mit dem Kurs der an ihr gehandelten Papiere den maßgebenden Richtpreis an, nach welchem die Abrechnung aller Geschäfte in börsenmäßigen Effekten erfolgt.

5) Der Freiverkehr umfaßt in D. den sogenannten geregelten und den ungeregelten Freiverkehr, der auch als „Telephonverkehr“ bezeichnet wird. Ersterer ist einer gewissen Kontrolle, die von den an allen deutschen Börsen bestehenden Ausschüssen für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten ausgeübt wird, unterworfen. Der Aussteller muß einen Antrag zur Notierung stellen und übernimmt gewisse Verpflichtungen. Die Notierung eines Wertpapiers im ungeregelten Freiverkehr kann dagegen jederzeit auch ohne Mitwirkung des Wertpapierausstellers und ohne seinen Antrag erfolgen.

papiere gehandelt, die die Voraussetzungen für einen amtlichen Handel überhaupt nicht oder noch nicht erfüllen<sup>6)</sup>). Die Kurse zu denen die Geschäfte im Freiverkehr abgeschlossen wurden, dürfen nicht veröffentlicht werden. Dieses Verbot besteht in Frankreich und in der Bundesrepublik, wird aber in beiden Ländern in der Praxis umgangen, indem Preislisten, ohne Gewähr für Richtigkeit, als Anhang des amtlichen Kursblatts veröffentlicht werden.

Die Möglichkeit ein Wertpapier an der Börse amtlich zu handeln ist jedoch keine Selbstverständlichkeit. Es ist vielmehr ein Privileg, über das in höchster Instanz der Staat selbst durch seine Organe wacht. Die Börse ist nicht der Markt aller Wertpapiere, sondern nur solcher, die nach einem besonders geregelten Verfahren, dem Zulassungsverfahren, an der Börse eingeführt sind: „Die Zulassung ist die rechtliche Voraussetzung der Einführung an der Börse, des Emissionsaktes durch den das Papier Gegenstand des Börsenhandels wird.“<sup>7)</sup>

Das Zulassungsverfahren verfolgt in Frankreich und in der Bundesrepublik den gleichen Zweck: es dient hauptsächlich dem Interesse des Publikums, das in beiden Ländern durch vorherige amtliche Prüfung der rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft, die den Börsenmarkt in Anspruch nehmen will, und durch die Sorge für Publizität gewahrt wird.

Wenn auch der wirtschaftliche Zweck der Zulassung zur amtlichen Notierung in Frankreich und in der Bundesrepublik der gleiche ist, so ist dieser Tatbestand doch gesetzlich verschieden geregelt. Die Unterschiede in den jeweiligen Börsenregelungen können Probleme entstehen lassen, wenn der Börsenhandel über den nationalen Bereich hinaus ausgedehnt werden soll, wie es im Rahmen der EWG vorgesehen ist. Das von den Schöpfern des Vertrags verfolgte Ziel der Beseitigung der wirtschaftlichen Grenzen in den Mitgliedstaaten beschränkt sich nicht auf den Bereich der Produktion oder des Warenverkehrs. Zwar enthält der Vertrag keine Bestimmung, die sich mit der allgemeinen Funktion der Börse in der Wirtschaft befaßt; es gibt darin aber Vorschriften, die darauf abzielen, Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs aufzuheben. So lautet Art. 3 (c) des EWG-Vertrages:

„Die Tätigkeit der Gemeinschaft im Sinne des Art. 2 umfaßt nach Maßgabe dieses Vertrages und der darin vorgesehenen Zeitfolge... die Beseitigung der Hindernisse für den freien ... Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten.“<sup>8)</sup>

<sup>6)</sup> Flersheim, Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, 1914 S. 36

<sup>7)</sup> Siehe oben Fußnote 6)

<sup>8)</sup> Eine Definition des Begriffs Kapitalverkehr ist in dem Vertrag nicht enthalten. In dem Kommentar zum Vertrag von Wohlfarth-Everling-Glaesner-Sprung (1960) wird als „entscheidendes Kriterium des Kapitalverkehrs die einseitige Wertübertragung von einem Mitgliedstaat in einen anderen oder auch innerhalb eines Mitgliedstaats an einen Devisenausländer angesehen, die zugleich in einer Vermögensanlage für produktive Zwecke besteht.“ Als Beispiele für den Kapitalverkehr werden u.a. die Beteiligung mit Sach- oder Geldwerten an der Gründung oder am Betrieb von Unternehmen oder Zweigniederlassungen genannt, ferner der Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen und der Erwerb oder die Veräußerung von Kapitalmarktpapieren.

Die Art. 67 bis 73 des Vertrags, die sich auf den Kapitalverkehr beziehen, sehen keine Zwangsmaßnahmen vor, um das Ziel eines freien Kapitalverkehrs zu erreichen; gleichwohl empfehlen sie den Mitgliedstaaten, in ihrer Devisengesetzgebung so großzügig wie möglich zu verfahren, und verbieten die Einführung neuer Beschränkungen. Die Befreiung des Kapitalverkehrs innerhalb der EWG gewinnt insofern erhebliche Bedeutung, als sie den Unternehmen ermöglichen soll, Kapital auch außerhalb ihres Heimatlandes aufzunehmen. Der Börse kommt hierbei die Aufgabe zu, die verfügbaren Kapitalien zu sammeln. Sie kann diese Funktion jedoch nur dann erfüllen, wenn die repräsentativen Wertpapiere an den Hauptbörsenplätzen aller Mitgliedstaaten gehandelt und amtlich notiert werden. Bei der Verwirklichung dieses Ziels stößt man auf praktische Schwierigkeiten, die vor allem daher rühren, daß in den Mitgliedstaaten unterschiedliche Rechtsvorschriften und Verfahrensweisen für die Aufnahme von Wertpapieren in das amtliche Kursblatt bestehen. In den vergangenen Jahren wurde so vorgegangen, daß jedes Land sein eigenes Verfahren sowohl auf nationale wie auf ausländische Wertpapiere anwandte. Bei einem umfangreicheren internationalen Wertpapierverkehr könnte diese Verfahrensweise jedoch praktische Mißstände hervorrufen, indem Wertpapiere, welche nicht die Voraussetzung für die Aufnahme in das amtliche Kursblatt einer der Börsen eines Mitgliedstaates erfüllen, an der Börse eines anderen Zuflucht suchen könnten. Es erscheint deswegen empfehlenswert, Wertpapiere in den verschiedenen Mitgliedstaaten unter ähnlichen, wenn nicht gleichen Bedingungen und Verfahrensweisen amtlich zu handeln. Es sollte daher eine Angleichung der jeweiligen börsenrechtlichen Vorschriften im Sinne des Art. 100 ff. des Vertrags angestrebt werden<sup>9)</sup>. Ihre praktische Verwirklichung erfordert zunächst eine Untersuchung der wichtigsten Prinzipien der Zulassungsverfahren in den beteiligten Staaten, um die Methoden festzustellen, die sich bei der Sicherung der Spareinlagen und der Förderung des Anlagewesens bewährt haben. Diese Untersuchung soll hier für Frankreich und die Bundesrepublik Deutschland vorgenommen werden.

Die Rechtsverschiedenheit im Börsenwesen in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland folgt wie im weiteren noch zu zeigen sein wird, aus der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung und Rechtstradition beider Länder. Im ersten Teil der folgenden Untersuchung soll daher zunächst die Entstehung und Entwicklung des Zulassungsverfahrens bis zu seinem heutigen Stand in den beiden Ländern vergleichend dargestellt werden. Die drei weiteren Teile dieser Untersuchung sind dem geltenden Börsenrecht der beiden Länder gewidmet: Zunächst werden Organisation und Aufgaben der Zulassungsbehörden behandelt, anschließend folgt eine Darstellung des eigentlichen Zulassungsverfahrens in beiden Ländern.

---

<sup>9)</sup> Die Börsenvorstände der Mitgliedstaaten treffen sich jährlich, um die Fragen, die durch die verschiedentlichen Gesetzgebungen im Börsenwesen aufgeworfen werden, zu untersuchen. Sie haben 1958 einen Bericht, *Les Bourses de Valeurs et le Marché Commun*, veröffentlicht, der einige dieser Fragen (S. 37 ff.) behandelt. Ferner hierzu E. von Ostman, *Europäische Börsen suchen gemeinsamen Nenner*, in: *Der Volkswirt*, 1959 S. 1425.

## I. Teil

# Die wirtschaftliche Entwicklung der Börsen und das Zulassungsverfahren

## I. Die Entstehung des Börsenhandels und seine Entwicklung bis zur Einführung des Zulassungsverfahrens

### A. In Frankreich

Die ersten Börsen entstanden in Frankreich am Anfang des 16. Jahrhunderts<sup>1)</sup>. Es wurde zwischen Waren- und Wertpapierbörsen noch nicht unterschieden: an den Warenbörsen wurde auch mit Wechseln und Edelmetallen gehandelt.

Am Anfang des 18. Jahrhunderts erschienen die ersten von Aktiengesellschaften emittierten Wertpapiere. Sie wurden im Jahre 1717 von der Compagnie des Indes Occidentales ausgestellt. Es folgten Aktien von Kolonial- und Schiffahrtsgesellschaften<sup>2)</sup> und von den Banken Paris und Law<sup>3)</sup>.

Der Handel mit Wertpapieren war zu dieser Zeit keinen Regeln unterworfen. Er spielte sich sowohl an der Warenbörse als auch in Kaffees und Straßen ab, insbesondere in der dadurch berühmt gewordenen rue Quincampoix.

Als 1720 die Law Bank in Konkurs geriet und es zu einem nationalen Finanzskandal kam, beschloß man, den unmittelbaren Handel unter Spekulanten zu verbieten und eine Wertpapierbörse als Staatseinrichtung zu schaffen.

Durch ein Edikt von 1724 wurde die Pariser Wertpapierbörse gegründet. Zur gleichen Zeit wurden, teils spontan, teils durch Eingriff des Gesetzgebers, Einrichtungen ins Leben gerufen, die der wirtschaftlichen Funktion der Wertpapierbörse entsprachen.

Geschäfte konnten nicht mehr von den Interessenten selbst, sondern nur von dazu bestimmten und durch Edikt des Königs ernannten Kursmaklern (Agents de Change)<sup>4)</sup> im Börsenlokal zu vorgeschriebenen Zeiten

1) Siehe Benjamin Poiteux: Historique de la Bourse de Paris, 1926 S. 7 ff.

Es entstanden Börsen in Lyon 1516, Toulouse 1549, Rouen 1556 und Bordeaux 1570.

2) Siehe Georges Bourdon: La Bourse et ses Hotes, 1896.

Es wurden Aktien der Cie. du Levant, Cie. d'Afrique, Cie. du Sénégal, Cie. de Guinée, die sich mit Sklavenhandel beschäftigten, und der Cie. des Indes Orientales, Cie. de la Chine und Cie. de la Louisiane emittiert.

3) Siehe oben Fußnote 1)

4) Schon an den ersten Warenbörsen waren Vermittler tätig, die man courratiers oder courtretiers nannte, und die seit einem Edikt von 1572 vom König ernannt

und zu vorgeschriebenen Bedingungen abgeschlossen werden. Die Organisation der Börsenveranstaltungen und die Regelung der Börsengeschäfte wurden der im Jahre 1673 gegründeten „Compagnie des Agents de Change“ überlassen. Die Pariser Börse wurde der leitende Börsenplatz in Frankreich.

Die Zahl der an der Wertpapierbörse gehandelten Wertpapiere war noch sehr gering. Erst als durch die Revolution das Erfordernis der staatlichen Genehmigung zur Gründung einer Aktiengesellschaft im Jahre 1791 beseitigt wurde, entstand eine große Anzahl von Aktiengesellschaften, deren Papiere bald zum Gegenstand der Börsenspekulation wurden. Der Konvent verbot daher diese Gesellschaftsform gänzlich, jedoch wurde das Verbot bereits nach zwei Jahren wieder aufgehoben, und im Jahr 1807 erhielt die Aktiengesellschaft durch den Code de Commerce ihre erste gesetzliche Grundlage<sup>5)</sup>. Von dieser Zeit an wurden immer mehr Aktiengesellschaften gegründet und ihre Wertpapiere börsenmäßig gehandelt.

In der Mitte des 19. Jahrhunderts wurden Eisenbahnaktien, Aktien von Unternehmungen zur Ausbeutung der Bodenschätze, Aktien von Schiffahrtsgesellschaften, Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften an der Wertpapierbörse gehandelt<sup>6)</sup>. Dazu kamen auch ausländische Emissionen<sup>7)</sup>. Im ganzen wurden in Paris im Jahre 1852 203 Wertpapiere notiert.

## B. In Deutschland

Die ersten deutschen Börsen entstanden im 16. Jahrhundert in Augsburg und Nürnberg. Es waren jedoch keine Börsen im heutigen Sinn, sondern allgemeine Zusammenkünfte der gesamten Kaufmannschaft eines Ortes zum Zwecke des Abschlusses von Handelsgeschäften aller Art. Gegenstand der an den Kaufmannsbörsen abgeschlossenen Geschäfte waren vor allem Wechsel und Waren<sup>8)</sup>.

Der Beginn des Effektenhandels fällt erst in das 19. Jahrhundert (im Gegensatz zu Frankreich und zu England, wo es schon Anfang des 18. Jahrhunderts einen Effektenhandel gab<sup>9)</sup>). Diese späte Entwicklung des

---

wurden. Durch die „ordonnance du commerce“ von 1673 wurden unter diesen Vermittlern „agens de banque et de change“ unterschieden, die zusammen einen Berufsverband, die „compagnie des agens de change“ bildeten. Durch den Arrêt du Conseil vom 25. Oktober 1720 wurde ihnen ein Monopol für den Handel mit Wertpapieren eingeräumt. Es wurde ihnen an der Börse ein besonderer Platz, das „Parquet“ zugeteilt. In der Folge werden sie deshalb auch „Parquet“ genannt. Siehe Georges Petit, *De l'Organisation du Marché des Valeurs Mobilières*, *Revue Banque* vom Februar 1954 bis Juni 1955, Seiten 4 ff.

<sup>5)</sup> Siehe Karl Lehmann: *Das Recht der A. G.* 1. Band, 1898 S. 67 u. ff.; Wilhelm True: *Wirtschaftsgeschichte der Neuzeit*, 1962 S. 507 ff.; J. B. Sée: *Esquisse d'une Histoire Economique de la France*, 1928 S. 462 ff.

<sup>6)</sup> 1843: Eisenbahnemission

1847: Emission der Gesellschaften: *Gaz. de Paris*, *Messageries Maritimes*, *Crédit Foncier de France*

1852: Emission des *Crédit Mobilier*

<sup>7)</sup> Z.B. Rio Tinto. Aktien, Fonds Ottomans, Fonds Russes

<sup>8)</sup> Siehe Obst-Hinter: *Geld, Bank und Börsenwesen* 34. Auflage S. 385,

<sup>9)</sup> Schon im 18. Jh gab es in London zwei Börsen die ausschließlich dem Effektenverkehr dienten von denen sich dann die Stock. Exchange in Form eines Klubs und in völliger Unabhängigkeit von Banken und Bankiers entwickelte. Siehe Göppert a.a.O. Seite 7.

deutschen Wertpapierhandels spiegelt die rückständigen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse Deutschlands wieder, die vor allem auf die Auswirkungen des dreißigjährigen Krieges zurückzuführen waren<sup>10)</sup>.

Der Effektenverkehr entwickelte sich hauptsächlich als Folge der großen Anleihen nach den Wiener Verträgen, namentlich der der Staaten Österreich und Preußen.

Er gab Anlaß zur Gründung der ersten deutschen Effektenbörsen. Sie wurden nicht als Staatseinrichtungen mit einer besonderen Organisation gegründet. Ihre rechtliche Gestaltung wurde nicht unmittelbar von dem Gesetzgeber geschaffen, sie entwickelte sich aus der Bildung besonderer Interessenvertretungen der Kaufmannschaft. Es wurden Handelskammern, Korporationen der Kaufmannschaft oder Kaufmannsälteste als selbstverwaltende, aber unter Staatsaufsicht gestellte Körperschaften des öffentlichen Rechts gegründet, auf welche die Leitung der Börsenzusammenkünfte übertragen wurde. Sie erhielten das Recht der Aufsicht über die Börsenversammlungen und die Befugnis die Abwicklung der Geschäfte zu überwachen und die Kurse zu regulieren. Mit den Geschäften an den Wertpapierbörsen wurden vereidigte Handelsmakler beauftragt, die unter der Aufsicht der kaufmännischen Behörde standen<sup>11)</sup>. Die inneren Angelegenheiten der Wertpapierbörsen wurden in den Börsenordnungen, die je nach dem vom Gesetzgeber oder von der Kaufmannschaft mit Genehmigung der staatlichen Aufsichtsbehörde erlassen wurden, geregelt<sup>12)</sup>.

Als erste Großbörse entwickelte sich die der freien Handelsstadt Frankfurt am Main, zu deren Entstehung die dort ansässigen großen Bankhäuser weitgehend beigetragen haben. Gleichzeitig entwickelten sich Wertpapierbörsen in anderen Städten, insbesondere in Berlin, Leipzig, Hamburg und Augsburg sowie im Jahre 1830 in München, Stuttgart und Dresden. Im wesentlichen wurden an diesen Effektenbörsen im 1. Drittel des 19. Jahrhunderts Staatspapiere gehandelt<sup>13)</sup>.

Das zweite Drittel des 19. Jahrhunderts brachte den wirtschaftlichen Aufstieg Deutschlands. Auch hier breitete sich die kapitalistische Wirtschaftsform aus, was zur Folge hatte, daß in wachsendem Maße Unternehmungen in Gestalt von Aktiengesellschaften gegründet wurden. Die ersten Aktiengesellschaften bezweckten den Bau und die Inbetriebnahme von Eisenbahnen. Kurze Zeit später trat eine Reihe von Industrieunternehmungen hinzu, gleichzeitig entstanden die ersten Aktienbanken<sup>14)</sup>.

<sup>10)</sup> Siehe Kurt Zänsdorf: Verfassung und Organisation der deutschen Börsen im Lichte der rechtsgeschichtlichen Entwicklung 1937 S. 36 ff.

<sup>11)</sup> Siehe Zänsdorf a.a.O. Seite 52 ff.

<sup>12)</sup> An der Wertpapierbörse Frankfurt am Main wurde die Börsenordnung von der Handelskammer, an der Wertpapierbörse Berlin wurde sie vom König erlassen.

<sup>13)</sup> Zänsdorf a.a.O. S. 37 und Obst-Hinter a.a.O. S. 543.

In einem Kurszettel der Berliner Börse aus dem Jahre 1805 findet man 8 „Wechsel“, 6 „Geld“ und 11 „Fondkurse“ notiert. Unter den Fondkursen befanden sich die Aktien der von Friedrich dem Großen errichteten Tabak-Regie-Gesellschaft, der Seehandlung und der Emdener Herings-Kompagnie, ferner Pfandbriefe aus Pommern, Kur-Neumark, West- und Ost-Preußen.

<sup>14)</sup> Dies wirkte sich auch in der Gesetzgebung aus. Als erstes deutsches Aktiengesetz wurde das preußische Gesetz über die Eisenbahngesellschaft im Jahre 1838 erlassen. Vom Jahre 1843 stammt das preußische allgemeine Gesetz über Aktiengesellschaften, 1861 erfolgte die Regelung durch das ADHGB, das zunächst in den Ländern und 1869 als Gesetz des Norddeutschen Bundes eingeführt wurde.

Die Aktien dieser Kapitalgesellschaften strömten an den Effektenbörsen zusammen. Da sich die Frankfurter Börse immer mehr auf deutsche und ausländische Staatsanleihen spezialisierte und sich vielfach dem Handel der Wertpapiere privater Unternehmen verschloß, gewannen andere Börsen, insbesondere Berlin, die bereitwillig solche Wertpapiere aufnahmen, an Bedeutung<sup>15)</sup>. Es entwickelte sich in Berlin eine internationale Börse, an der Kapital aus vielen Ländern Anlage suchte. An der rechtlichen Organisation der Börsen wurde im wesentlichen nichts geändert. Effekten- und Warenbörsen werden immer noch nicht streng unterschieden und unterliegen weiter der Aufsicht der Kaufmannschaft. Das ADHGB schuf auch kein einheitliches deutsches Börsenverfassungsrecht. Es beschränkte sich darauf, dem Börsenpreis eine gewisse Rechtserheblichkeit beizulegen<sup>16)</sup> und die Rechte und Pflichten der Handelsmakler zu bestimmen<sup>17)</sup>.

Die Regelung der Börsen blieb nach wie vor den einzelnen Staaten überlassen.

## **II. Die Entstehung des Zulassungsverfahrens und ihre wirtschaftlichen Ursachen:**

Bei der Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel herrschte bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts in Frankreich und bis Ende des 19. Jahrhunderts in Deutschland uneingeschränkte Freiheit. War ein Wertpapier Gegenstand eines Börsengeschäfts, so durfte sein Kurs auch veröffentlicht werden. Durch die zahlreichen neuen Emissionen, deren börsenmäßiger Handel keiner Kontrolle unterworfen war, entstanden jedoch große Mißstände<sup>18)</sup>. Die neugeschaffenen Unternehmungen entbehrten häufig der Solidität, waren oft auf Schwindel aufgebaut und bezweckten in einigen Fällen nichts anderes, als den Gründern übermäßig hohe Gewinne zuzuführen. Es wurden Effekten von betrügerischen Gesellschaften notiert, bei denen das anlagesuchende Publikum Geld verlor<sup>19)</sup>. Das Publikum bestand auch nicht mehr vorwiegend, wie zu Anfang des börsenmäßigen Aktienhandels, aus Spekulanten, sondern immer mehr aus Interessenten, die für ihr Kapital eine sichere Anlage suchten. Um sie zu schützen, mußte ein Ausleseverfahren eingeführt werden. Somit begann in Deutschland und in Frankreich der Abbau der Börsenfreiheit.

---

<sup>15)</sup> 1847 wurden in Frankfurt am Main erst 12 Aktien notiert, dagegen in Berlin 33. 1880 wurden in Frankfurt am Main 13 Industrieaktien notiert gegenüber 341 in Berlin. (Der Bankplatz Frankfurt am Main, Festschrift der Dresdner Bank A.G. 1958).

<sup>16)</sup> Art. 185 a, 311, 343, 359, 354, 357, 365, 376.

<sup>17)</sup> Art. 66—84.

<sup>18)</sup> Siehe Zänsdorf a.a.O. S. 83.

<sup>19)</sup> Siehe Sayous, *Les Bourses Allemandes*, Paris 1898 S. 30 ff.

Ab 1891 brachen zahlreiche Börsenskandale wie der Prozeß des Bankiers Polke, die Affären Façonschmied Messinglinie, der Konkurs der Bankhäuser Maas, Hirschfeld und Wolf, die Verurteilung des Direktors der Rheinisch-Westfaelischen Bank aus.

## A. In Frankreich

### 1. Die Entstehung des Zulassungsverfahrens bei den Agents de Change

Die Agents de Change sind vereidigte, von der Regierung nach Vorschlag ihres körperschaftlichen Berufsverbandes ernannte Kursmakler. Ihre Zahl ist gesetzlich festgelegt<sup>20)</sup>. Die Agents de Change haben einen Sonderstatus, nach dem sie zugleich Handelsmakler, d.h. Kaufleute und „officiers ministériels“, d.h. Inhaber eines öffentlichen Amts, sind. Sie schließen sich in einem Berufsverband, der „Compagnie des Agents de Change“ zusammen, an dessen Spitze ein aus dem Kreis der Makler gewählter „Syndic“ steht. Sie wählen weiter einen Ausschuß, die „Chambre Syndicale“, dem unter anderem auch die Aufgabe zufällt, die von dem Syndic ermittelten Börsenpreise zu veröffentlichen<sup>21)</sup>.

§ 76 des Code de Commerce erteilt den Agents de Change ein Handelsmonopol in den Wertpapieren, die sich zur amtlichen Notierung eignen<sup>22)</sup>. Diese Regelung des Gesetzgebers wurde Gegenstand einer Diskussion, die zur Einschränkung der Zulassung von Wertpapieren führte.

Am Anfang des 19. Jahrhunderts verstand die herrschende Meinung unter amtlich notierten Wertpapieren alle diejenigen, die ihrer Natur nach börsenmäßig gehandelt werden konnten. Die Autoren Lyon-Caen und Renault äußerten sich hierzu wie folgt:

„Es scheint, daß zur Zeit des Erlasses des Code de Commerce die Agents de Change individuell den Kurs der von ihnen abgeschlossenen Geschäfte bekanntmachen, und daß nach diesen Angaben die Kurse notiert, d.h. in dem amtlichen Kursblatt veröffentlicht wurden.“<sup>23)</sup>

Den Unterschied zwischen Feststellung eines Kurses und amtlicher Notierung gab es damals noch nicht.

Diese Auslegung des § 76 wurde von mehreren Autoren übernommen. Laut Waldmann<sup>24)</sup> wurde das amtliche Kursblatt nur eingeführt zur Veröffentlichung der Kurse der von den Agents de Change gehandelten Effekten: „Es ist nur dazu da, einen authentischen und öffentlichen Kurs zu bestimmen ... man muß dem amtlichen Kursblatt seine wahre Rolle lassen, die in der authentischen Feststellung des Preises liegt, zu welchem ein Wertpapier gehandelt wird.“

In diesem Sinn entschied auch die Cour d'Appel von Paris in einem Urteil vom 30. Mai 1851<sup>25)</sup>. Es heißt darin, daß § 76 des Code de Commerce

20) Unter Art. 74 des Code de Commerce; Gesetz vom 2. 7. 1862, Decret vom 1. 10. 1862 und Decret vom 7. 10. 1890 nebst Änderungen.

21) Art. 73 Code de Commerce

22) Art. 76 Code de Commerce: „Les agents de change constitués de la manière prescrite par la loi ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commérçables et d'en constater le cours ...“

23) Lyon-Caen und Renault, *Traité de Droit Commercial*, 5ème Edition, Tome IV, N° 892

24) Waldmann: *Traité de la Profession d'Agent de Change* 1888, Nr. 109 u. 134.

25) Dalloz 1852, 2, 92.

auch bei solchen Wertpapieren anwendbar sei, die nicht amtlich notiert würden. Entscheidend sei, daß die Wertpapiere ihrer Natur nach zum börsenmäßigen Handel und zur Notierung geeignet seien.

Diese Auslegung des § 76, nach der alle Wertpapiere von den Agents de Change gehandelt und notiert werden konnten, war sehr streitig, weil so die Käufer vor dem Erwerb unsolider Effekten nicht geschützt waren. Um dem abzuweichen, beschlossen die Agents de Change um die Mitte des letzten Jahrhunderts, unter den handelsfähigen Effekten die besten auszusuchen, d.h. diejenigen, die mit Rücksicht auf ihre Sicherheit und Marktbedeutung das Börsenpublikum am besten zufriedenstellen konnten. Das Kursblatt wurde in zwei Teile gegliedert. Der erste nichtoffizielle Teil wurde „rez-de-chaussée“ genannt. In diesem Teil konnten die Agents de Change die Kurse aller von ihnen abgeschlossenen Geschäfte veröffentlichen; in dem anderen Teil wurden nur solche Wertpapiere notiert, die nach Prüfung durch den Vorstand der Compagnie, die Chambre Syndicale des Agents de Change, zu dieser Notierung zugelassen worden waren.

Im Jahre 1866 verlangte und erreichte der Finanzminister die Abschaffung des „rez-de-chaussée“. Somit beschränkte sich das Kursblatt von nun an auf die von der Chambre Syndicale zugelassenen Effekten. Die Chambre Syndicale verankerte ihr Recht — die Wertpapiere zu bestimmen, deren Kurs im amtlichen Kursblatt veröffentlicht werden konnte — in den Art. 155 und 156 ihres „Règlement Général“ (Allgemeine Ordnung) von 1870<sup>26)</sup>.

Nach § 155 hatte die Chambre Syndicale unter der Kontrolle des Finanzministers alle Befugnisse, die Zulassung aller Wertpapiere außer Staatsanleihen (fonds d'état) auf dem Kassa- oder Terminmarkt der Pariser Börse zu gewähren, abzulehnen, aufzuheben oder zu verbieten.

§ 156 fügte hinzu, daß die Chambre Syndicale befugt sei, in den Fällen, in denen die Notierung eines Wertpapiers im allgemeinen Interesse liegt, dieses auch ohne Antrag des Emittenten zur Kassa- oder Terminnotierung zuzulassen. Sie könne auch den Antrag auf Streichung eines schon amtlich notierten Wertpapiers ablehnen.

Diese Regelung ist eindeutig. Der Zulassungs- oder Streichungsbeschluß wird von der Chambre Syndicale als mit hoheitlichen Befugnissen betrauter Berufsverband, nicht von den einzelnen Agents de Change gefaßt.

Allmählich wurde somit die Zulassung zur amtlichen Notierung immer mehr zu einem Ausleseverfahren. Das Kursblatt hatte eine ganz andere Aufgabe als die eines Informationsblattes. Es enthielt nur noch den Kurs der Wertpapiere, die von der Chambre Syndicale nach Prüfung zugelassen worden waren.

<sup>26)</sup> Art. 155 „La chambre syndicale des agents de change sous l'autorité du Ministre des Finances a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'état français à la bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme“  
Art. 156 „Lorsqu'il est reconnu par la Chambre Syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut d'office prononcer son admission au comptant ou à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote.“

Dieses Verfahren, das die Praxis entwickelt hatte, wurde von der Rechtsprechung bestätigt. Ein Urteil der Cour de Cassation vom 1. Juli 1885 stellt fest, daß unter den zur amtlichen Notierung geeigneten Wertpapieren des § 76 Code de Commerce nur diejenigen zu verstehen seien, die von der Chambre Syndicale zur amtlichen Notierung zugelassen waren<sup>27)</sup>.

Durch das Décret vom 7. Oktober 1890<sup>28)</sup> wurde der rechtliche Status der Agents de Change zusammengefaßt und festgelegt und der Wertpapierhandel allgemein geregelt.

Dieses Décret gibt den Compagnies d'Agents de Change die Befugnis, durch eigene Gesetzgebung die innere Börsenorganisation, die Abwicklung der Börsengeschäfte, die Preisfeststellung und Veröffentlichung zu bestimmen<sup>29)</sup>. Die Bestimmungen der Compagnie müssen vom Finanzminister bestätigt und im Amtsblatt — Journal Officiel — veröffentlicht werden<sup>30)</sup>.

Somit war den Compagnies d'Agents de Change das Recht erteilt, unter anderem auch das Zulassungswesen rechtskräftig zu organisieren.

## 2. Die Einführung eines Zulassungsverfahrens bei der Coullisse

Nachdem die Chambre Syndicale des Agents de Change die Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel begrenzt und geregelt hatte, war die Lage folgende:

Es gab einen Markt für amtlich notierte Wertpapiere, der durch die Agents de Change betrieben wurde, sowie den Freiverkehr, der in den Händen freier Makler lag. Diese wurden „Coulissiers“ genannt, weil sie ihre Geschäfte in den äußeren Galerien der Börsen, den Coulissen betrieben, während den Agents de Change ein Raum im Zentrum der Börse reserviert war, das Parquet<sup>31)</sup>. Die zwei Märkte griffen jedoch ineinander über. Das Ende des 19. Jahrhunderts ist durch die Rivalität zwischen Parquet und Coullisse, die beide die Beherrschung des Wertpapiermarktes anstrebten, gekennzeichnet.

Die Coullisse begnügte sich nicht damit, nur mit den Effekten des Freiverkehrs zu handeln. Sie schloß auch Geschäfte mit Wertpapieren des amtlichen Kursblattes ab und verletzte somit das Monopol, das der Code de Commerce den Agents de Change zuerkannt hatte. Die Coullisse nahm dadurch ständig an Bedeutung zu. Zwischen 1893 und 1895 erreichte ihre Tätigkeit einen Höhepunkt. Im Freiverkehr wurden doppelt so viele Geschäfte wie im amtlichen Verkehr abgeschlossen<sup>32)</sup>. Die Agents de Change

27) Sirey 1885, 1, 257 mit Fußnote, Dalloz 1885, 1, 395

Siehe auch Crepon, *Négotiation des Effets Publics et Autres*, Paris 1886, S. 76 ff.

28) Unter § 74 des Code de Commerce.

29) Unter § 74 des Code de Commerce.

30) Art. 82 des Décret.

31) Man faßt oft alle „Coulissiers“ unter der Bezeichnung „Coullisse“ im Gegensatz zum „Parquet“ zusammen.

32) Von 1893 bis 1895 wurden 35.596.000 Frs. Börsensteuer gezahlt, davon 22.130.167 von der Coullisse gegenüber nur 11.758.542 von dem Pariser Parquet und 1.707.291 von den Parquets der Provinzbörsen. Zitiert in Kaepelin: *De l'Attitude des Pouvoirs Publics à l'Égard des Marchés Français de Valeurs Étrangères*, 1942, S. 45 ff.

wehrten sich jedoch gegen diese ständig zunehmende Entwicklung. Sie verlangten vom Staat die Neuorganisation des Marktes und den Schutz ihres Monopols.

Durch Artikel 14 des Finanzgesetzes vom 13. April 1898<sup>33)</sup>, das unter dem Namen „Amendement Fleury-Ravarin“ bekannt ist, wurde das Monopol der Agents de Change, mit den Effekten des amtlichen Kursblattes zu handeln, gesetzlich bestätigt. Die Coullisse war insoweit nicht mehr befügt, Geschäfte mit den Wertpapieren des amtlichen Kursblattes abzuschließen. Das Finanzministerium wurde beauftragt, darauf zu achten, daß für jedes Geschäft in amtlich notierten Wertpapieren der Name eines Agent de Change auf dem Register des Bankiers oder des Maklers, der es vermittelt hatte, angegeben wurde<sup>34)</sup>. Aus Opportunitätsgründen erlaubte man jedoch der Coullisse, weiterhin mit Staatsrenten zu handeln, obwohl diese von Amts wegen offiziell notiert wurden<sup>35)</sup>.

Die Coullisse wurde durch diese Einschränkung zum ersten Mal vom Gesetzgeber offiziell anerkannt. Der Freiverkehr war nicht mehr lediglich ein neben dem Parquet geduldeter Markt. Ihm wurde jetzt ein eigener Bereich zugesprochen, nämlich der Handel mit allen Wertpapieren, die von den Agents de Change nicht zur amtlichen Notierung zugelassen worden waren. Dieses Recht war jedoch vom guten Willen der Chambre Syndicale des Agents de Change abhängig, da es dieser freistand, Wertpapiere des Freiverkehrs ins amtliche Kursblatt aufzunehmen.

Die Coullisse erkannte, daß sie nur dann fortbestehen könne, wenn sie sich wie das Parquet organisieren und einer neuen Ordnung unterwerfen würde.

Sie bildete zwei Syndikate: das „Syndicat des Banquiers en Valeurs à Terme“ und das „Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant“<sup>36)</sup>. Ersteres befaßte sich mit Zeit-, das zweite mit Kassageschäften. Beide wurden im Jahre 1933 fusioniert. Diese Syndikate gaben sich eine Geschäftsordnung, die der des Parquet ähnlich war<sup>37)</sup>.

<sup>33)</sup> D.P. 98, 4, 97.

<sup>34)</sup> „Quiconque fait commerce habituel de recevoir des offres et des demandes de valeurs de bourse doit, à toute réquisition des agents de l'Enregistrement lorsqu'il s'agit de valeurs cotées, représenter les bordereaux des agents de change ou faire connaître les numéros et la date des bordereaux ainsi que le nom des agents de change de qui ils émanent“.

<sup>35)</sup> Vgl. hierzu Kaepelin a.a.O. S. 44

<sup>36)</sup> Diese Syndikate waren dem beruflichen Verband der Agents de Change nachgeahmt.

<sup>37)</sup> Somit wurde die Zweischichtigkeit des Pariser Börsenmarktes durch eine Dreischichtigkeit ersetzt:

Es gab nun einen amtlichen Handel, der dem Parquet überlassen wurde, einen Bankhandel, der das Monopol der Bankierssyndikate war, und einen Freiverkehr, der ohne gesetzliche Regelung von allen Arten von Vermittlern betrieben wurde. Bis 1914 waren die Geschäfte im Freiverkehr unbedeutend, aber nach dem Krieg wurde die Spekulation so groß, daß die Syndikate und später der Finanzminister eine Regelung einführen mußten, um für Sicherheit und Kontrolle zu sorgen.

Es ist interessant festzustellen, daß diese allmähliche Entwicklung des Freiverkehrs zu einem geregelten Geschäftsverkehr an die Geschichte der Coullisse erinnert, was beweisen würde, daß ein Effektenmarkt nicht befriedigend funktionieren kann, wenn er nicht normiert ist. In diesem Sinn äußert sich Moreau-Néret: Les Valeurs Mobilières, Band II Seite 92.

## B. In Deutschland

Zu Anfang des letzten Drittels des 19. Jahrhunderts herrschte in Deutschland Börsenfreiheit, sowohl in persönlicher wie gegenständlicher Hinsicht, indem sich jeder am Börsengeschäft beteiligen konnte und alle fungiblen Wertpapiere an den Börsen gehandelt und die erzielten Kurse im amtlichen Kursblatt veröffentlicht werden konnten.

In dieser Zeit begann jedoch der Abbau der Börsenfreiheit. Der Kreis der Börsenbesucher erfuhr eine gewisse Einschränkung, und der Kreis der Wertpapiere, hinsichtlich derer an der Börse eine amtliche Preisfeststellung erfolgen durfte, wurde begrenzt.

Einige Börsenordnungen<sup>38)</sup> sahen vor, daß die Handelskammer, der Börsenvorstand oder die Börsenkommission darüber zu entscheiden hatten, welche Wertpapiere zum amtlichen Handel zuzulassen seien. Von dieser reichlich allgemein gehaltenen Bestimmung wurde zunächst an keiner Wertpapierbörse Gebrauch gemacht<sup>39)</sup>.

Als erster entschloß sich der Vorstand der Berliner Fondbörse zu einer Einschränkung der Zulassung. Im Jahre 1881 erließ er eine Bekanntmachung, nach der künftig nur solche Wertpapiere zum Börsenhandel und zur amtlichen Notierung zuzulassen seien, die den Anforderungen der „Sachverständigenkommission der Fondbörse“ hinsichtlich der Veröffentlichung eines „Prospekts“ und der darin erteilten Auskünfte entsprachen<sup>40)</sup>. Unter Prospekt verstand man einen Bericht über die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft. Die Kommission forderte Auskünfte in hinreichender Weise, Inserierung in Zeitungen, Aushang an der Börse und Nachweis eines Mindestkapitals<sup>41)</sup>.

Die Sachverständigenkommission hatte damit noch keine festen, unüberschreitbaren Normen, aber doch allgemeine Richtlinien für die Zulassung erlassen. Dementsprechend wurden in die neue Börsenordnung Bestimmungen über das Zulassungsverfahren aufgenommen; als Vorbedingung der Zulassung wurde die Beurteilung der Papiere durch die Sachverständigenkommission gefordert<sup>42)</sup>. Das Börsenkommissariat der Fondbörse war jedoch ermächtigt, die nichtamtliche Publikation von Kursen solcher Wertpapiere, die zur amtlichen Notierung noch nicht zugelassen waren, für den nichtamtlichen Teil des Kurszettels zuzulassen.

38) Die Börsenordnung ist die von den Börsenaufsichtsbehörden auf Grund einer staatlichen Delegation erlassene Rechtsverordnung zum Zweck der Börsenverwaltung.

39) Siehe Zänsdorf a.a.O. Seite 78.

40) Siehe Zänsdorf a.a.O. Seite 79.

41) Göppert: Das Recht der Börsen 1932 Seite 210.

Richard Philipp: Die Zulassung von Wertpapieren und der Zulassungssprospekt 1924 Seite 16.

41) Diese letzte Vorschrift sollte vermeiden, daß Wertpapiere von Gesellschaften untergeordneter lokaler Bedeutung an der Berliner Börse amtlich gehandelt wurden.

42) Der § 13 der revidierten Börsenordnung von 1885 stellte den Grund auf, daß das Börsenkommissariat für die Fondbörse den Handel in einem bestimmten Wertpapier nur gestatten darf, „wenn in einer von ihm für hinreichend gefundenen Weise die für die Bewertung des Effektes wichtigen Angaben seitens der hiesigen Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind“.

Während 1881 nur eine die genügende Information der Käuferkreise ermöglichende Publizität gefordert wurde, verlangte die revidierte Börsenordnung von 1885, daß in einer vom Börsenkommissariat als hinreichend angesehenen Weise die für die Beurteilung des Effektes wichtigen Angaben durch Aushang an der Börse und Insertion eines Prospektes in Berliner Zeitungen bekannt gemacht wurden. Dabei entschied das Börsenkommissariat nicht nur darüber, ob die Angaben des Prospektes mit genügender Klarheit und Vollständigkeit abgefaßt waren, um vom Publikum verstanden zu werden.

Gegen die Entscheidung des Börsenkommissariats war Berufung an das Kollegium der Ältesten möglich.

In Berlin durfte beim Handel in einem nichtzugelassenen Wertpapier kein vereidigter Makler mitwirken<sup>43)</sup>.

Im Jahre 1888 stellte das Börsenkommissariat mit Genehmigung der Ältesten „Leitende Gesichtspunkte“ für die Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel auf<sup>44)</sup>. Diese Bestimmungen bringen zum Ausdruck, daß das Börsenkommissariat das Ziel hatte, möglichst hinreichende Informationen über das Unternehmen, dessen Wertpapiere eingeführt werden sollten, zu veröffentlichen, damit das Publikum selbst sich ein Bild über die Lage des Unternehmens machen konnte. Die Richtigkeit der sachlichen Angaben wurde dabei nicht geprüft. Auch war eine Haftung des Emissionshauses dafür nicht vorgesehen. Dieselben „Leitenden Gesichtspunkte“ wurden auch an der Frankfurter Börse eingeführt. 1889 stellte dann die Frankfurter Handelskammer nach vorausgehender Beratung mit Berlin ihre eigenen „Leitenden Gesichtspunkte“ auf. Diese führten eine bedeutende Erweiterung insofern ein, als Aktien von einem Emissionshaus eingeführt werden mußten, das durch seine Unterschrift die Haftung für die Richtigkeit der im Prospekt aufgeführten Angaben übernahm. Diese Regelung wurde jedoch nicht allgemein eingehalten.

Zahlreiche Skandale, insbesondere in Bezug auf die Zulassung von ausländischen Anleihen, und Mißstände an den Warenbörsen brachten den gegen die Freiheit der Börse gerichteten Bestrebungen neue Argumente und führten zum Erlaß des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, das in seinem 3. Teil die „Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel“ regelt.

Man sollte annehmen, daß das Börsengesetz hier sehr weitgehende Eingriffe vorgenommen hätte. Es hat sich jedoch größtenteils das durch freie rechtsschöpferische Tätigkeit der Ältesten der Berliner Kaufmannschaft und des Berliner Börsenkommissariats herausgebildete Zulassungsverfahren gehalten<sup>45)</sup>.

<sup>43)</sup> Berlin BO von 1885, §§ 13, 14.

<sup>44)</sup> Siehe Zänsdorf a.a.O. Seite 78.

Es wurde dazu erklärt, daß diese Grundsätze nicht als Normativbestimmungen gedacht seien, deren Einhaltung dem Emissionshause einen Anspruch auf Zulassung eines Wertpapiers gewähre und das Börsenkommissariat zur Zulassung verpflichte; das Börsenkommissariat sei vielmehr befugt, nach seinem freien Ermessen die leitenden Grundsätze im einzelnen Fall zu ergänzen und abzuändern.

<sup>45)</sup> Zänsdorf a.a.O. Seite 79

Im Jahre 1894, kurz vor Erlaß des Börsengesetzes, wurden die „leitenden Gesichtspunkte“ vom Börsenkommissariat neu zusammengestellt und veröffent-

Das schon bestehende Verfahren wurde jedoch in drei Punkten ergänzt:

Zunächst erklärt das Gesetz die Zulassungsstelle für Wertpapiere zur obligatorischen Einrichtung für alle Effektenbörsen Deutschlands<sup>46)</sup>.

Zweitens bestimmt das Gesetz, daß Emissionen nicht zuzulassen sind, „durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen“<sup>47)</sup>.

Drittens wird der Zulassungsstelle die Befugnis eingeräumt, zugelassene Wertpapiere vom amtlichen Börsenhandel wieder auszuschließen<sup>48)</sup>.

Neu ist aber vor allem, daß das gesamte Zulassungsverfahren nicht mehr in den Börsenordnungen oder „leitenden Gesichtspunkten“ der Börsen geregelt ist, sondern teils im Börsengesetz und teils in einer vom Bundesrat erlassenen Bekanntmachung. In Bezug auf die Feststellung des Börsenpreises bestimmt das Börsengesetz<sup>49)</sup>, daß der Börsenpreis unter Mitwirkung der Kursmakler durch den Börsenvorstand oder — an Wertpapierbörsen, an denen eine Maklerkammer besteht — durch die Kursmakler unter der Aufsicht der Maklerkammern amtlich festgestellt wird<sup>50)</sup>.

Die Kursmakler sind vereidigte Börsenhändler, die auf eine bestimmte Tätigkeit an der Börse beschränkt sind und in einem besonderen öffentlich-rechtlichen Rechtsverhältnis stehen<sup>51)</sup>. Sie werden von der Landesregierung bestellt, der auch nähere Bestimmungen über die Rechte und Pflichten der Kursmakler, ferner über ihre Bestellung und Entlassung sowie die Organisation ihrer Vertretung und ihr Verhältnis zu den Aufsichtsbehörden vorbehalten sind<sup>52)</sup>. Es ist ihnen — im Gegensatz zu den Agents de Change — kein Handelsmonopol für den Handel von Wertpapieren an den Börsen eingeräumt. Es können einerseits auch freie Makler tätig sein. Andererseits können die Banken, ohne einen Kursmakler dazu in Anspruch zu nehmen, die Geschäfte, soweit dies möglich ist, in sich kompensieren, wobei der Börse und dabei den Kursmaklern ein großer Teil des Angebots und Nachfrage entzogen wird.

Je nachdem, ob sie eine Vertretung (Maklerkammer) gewählt haben oder nicht, sind ihre Befugnisse in Bezug auf die Kursfeststellung verschieden. Besteht eine Maklerkammer, so ist die Kursfeststellung den Kursmaklern übertragen. Sind an einer Börse nur wenige Kursmakler

---

licht. Diese Bestimmungen brachten deutlich die Absicht des Börsenkommissariats zum Ausdruck, das Publikum möglichst weitgehend über amtlich zuzulassende Wertpapiere zu informieren.

46) § 36 Abs. 1 BG

47) § 36 Abs. 3 c BG

48) § 36 Abs. 4 (letzter Satz) BG

49) §§ 29 und 30 Abs. 1 EG

50) Es bestehen heutzutage Maklerkammern an den Wertpapierbörsen von Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main und München.

51) Vgl. Göppert, a.a.O. S. 146.

Die Einrichtung der Kursmakler ist formell eine Neuerung. Der Sache nach, wenn nicht dem Namen nach, waren diese als vereidigte Handelsmakler schon bekannt. Eine Änderung gegenüber dem früheren Zustand ist insofern zu verzeichnen, als die Kursmakler lediglich eine Einrichtung des Börsenverkehrs, nicht des gesamten Handelsverkehrs sind.

52) Meyer-Bremer, Börsengesetz, 4. Auflage unter § 30 Seite 75.

bestellt, so daß die Einrichtung einer Maklerkammer nicht zweckmäßig ist, so haben die Kursmakler bei der Kursfeststellung nur mitzuwirken. Die Kursfeststellung selbst erfolgt in diesem Fall durch das Börsenorgan, das mit der unmittelbaren Börsenaufsicht betraut ist: der Börsenvorstand<sup>53)</sup>.

### **III. Der Ausbau des Zulassungsverfahrens**

#### **A. In Frankreich**

##### **1. Die Einführung von Publizitätspflichten**

Die Chambre Syndicale, die über die Zulassung eines Wertpapiers zur amtlichen Notierung entschied, trug keine Sorge dafür, daß das Börsenpublikum durch Publizitätspflichten über den Aussteller des Wertpapiers hinreichend informiert wurde.

Die große Zahl der neuen Emissionen zu Anfang des 20. Jahrhunderts veranlaßte den Gesetzgeber, die Publizität beim Angebot von Wertpapieren neu zu regeln. Zu diesem Zweck wurde am 30. Januar 1907<sup>54)</sup> ein Gesetz erlassen, das noch heute, wenn auch mit Änderungen, in Kraft ist<sup>55)</sup>.

Das Gesetz schreibt vor, daß bei Ausgabe, Angebot, Verkauf oder Einführung von Aktien oder Obligationen auf dem Börsenmarkt der Emittent in einem Nebenblatt des „Journal Officiel“ (JO), dem „Bulletin des Annonces Légales Obligatoires“ (BALO), eine Bekanntmachung veröffentlichen muß. Diese Notiz muß verschiedene Auskünfte über die Gesellschaft und die Emission geben. Für Verstöße in dieser Hinsicht sieht das Gesetz eine Geldbuße vor und enthält im übrigen zivilrechtliche Haftungsvorschriften. Dem Emittenten, der Effekten in den amtlichen Handel einführen will, ist somit außer der Informationspflicht gegenüber der Chambre Syndicale noch eine Informationspflicht gegenüber den Börseninteressenten auferlegt, der er durch Veröffentlichung der Bekanntmachung im BALO genügt.

##### **2. Das Zulassungsverbot ausländischer Wertpapiere**

Im Rahmen der Kriegsgesetzgebung des Ersten Weltkrieges, deren Zweck es war, Emissionen ausländischer Gesellschaften im voraus allgemein zu verbieten und den Kapitalmarkt des Inlandes ganz auf die Finanzierung der Kriegsindustrie und Staatsbedürfnisse zu konzentrieren, wurde am 31. Mai 1916<sup>56)</sup> ein Gesetz erlassen, das als Ausnahmeregel gelten sollte, jedoch teilweise heute noch in Kraft ist. Danach unterlag jede neue Emission oder Einführung ausländischer oder inländischer Effekten der Genehmigung des Finanzministers, der diese auf ihren Zweck zu prüfen

---

<sup>53)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. unter § 3 Seite 22.

<sup>54)</sup> JO 31. 1. 1907.

<sup>55)</sup> Siehe Gesetz vom 25. 2. 1953, JO 26. 2. 1953, Décret vom 3. 9. 1953, JO 6. 9. 1953.

<sup>56)</sup> JO 19. 6. 1916

hatte<sup>57)</sup>. Nach dem Ersten Weltkrieg wurde die Emissionsbeschränkung von inländischen Wertpapieren aufgehoben. Für ausländische Wertpapiere besteht sie grundsätzlich heute noch.

### 3. Die Börsenreform im Jahre 1942

Nach dem Zusammenbruch von 1940 wurde dann die Organisation der französischen Wirtschaft grundsätzlich geändert, der traditionelle Liberalismus aufgegeben und eine gelenkte Wirtschaft eingeführt. Dem mußte sich der Börsenmarkt anpassen. Wertpapiere konnten nur noch in Form von Orderpapieren ausgegeben oder an der Börse gehandelt werden, Inhaberpapiere mußten zwangsweise auf einem Konto, das zu diesem Zweck nach dem Modell der Deutschen Kassenvereine neu gegründet wurde, die „Caisse Centrale de Dépôts et Virement de Titres“ (C.C.D.V.T.)<sup>58)</sup> hinterlegt werden<sup>59)</sup>.

Die Erleichterung des Wertpapierverkehrs durch diese Einrichtung bewirkte, daß nach dem Krieg die CCDVT durch eine ähnliche, jedoch rein berufliche Organisation ohne Zwangscharakter ersetzt wurde, nämlich durch die „Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières“ (SICOVAM)<sup>60)</sup>.

Im Rahmen der neuen Wirtschaftspolitik wollte der Gesetzgeber eine allgemeine Neuorganisation des Börsenmarktes auf einer beruflich-körperschaftlichen Grundlage vornehmen. Zu diesem Zweck wurde das Gesetz vom 14. Februar 1942 erlassen, das durch eine VO vom 18. Oktober 1945 in einzelnen Punkten geändert wurde<sup>61)</sup>. Es war das erste Gesetz, das in Frankreich das Börsenwesen allgemein organisierte. Es ist teilweise heute noch in Kraft.

Das Gesetz führte die ständige Leitung und Kontrolle durch den Staat ein, die einerseits durch einen Bank- und Börsenausschuß, dem „Comité des Bourses de Valeurs“<sup>62)</sup>, andererseits durch einen Staatskommissar ausgeübt wurden<sup>63)</sup>. Beide Organe waren dem Wirtschafts- und Finanzministerium unterstellt.

57) Dem Finanzminister oblag jedoch nicht eine Prüfung der Bonität der geplanten Emission, da er damit eine Verantwortung hätte übernehmen müssen, die der Gesetzgeber ihm nicht auferlegen wollte. Er hatte lediglich zu prüfen, ob die Emission der Nationalverteidigung förderlich war.

58) Zentralkasse für Hinterlegung und Giro von Wertpapieren.

59) Gesetz über die Form und den Handel von Aktien vom 28. Februar 1941.

60) Zwischenberufliche Gesellschaft für den Ausgleich von Effekten.

61) Code de Commerce unter Art. 74.

62) Art. 1 des Gesetzes vom 14. Februar 1942. Das Comité des Bourses de Valeurs besteht aus:

- dem Gouverneur oder einem Vice-Gouverneur der Banque de France als Vorsitzendem
- dem Syndic de la Compagnie des Agents de Change als stellvertretendem Vorsitzendem
- einem vom Finanzminister ernannten Vertreter des Bankgewerbes
- einem in der gleichen Weise ernannten Vertreter der französischen Wertpapierbesitzer.

Weiter nehmen an den Sitzungen von Fall zu Fall teil:

- ein vom Finanzminister ernannter Vertreter der Agents de Change der Provinzbörsen
- ein in der gleichen Weise ernannter Vertreter der Courtiers en Valeurs Mobilières.

63) Art. 3 des Gesetzes vom 14. Februar 1942.

Die zweite bedeutende Neuheit, die das Gesetz einföhrte, betraf die Organisation des Börsenmarktes als solche. Neben dem Monopol der Agents de Change wurde ein weiteres Monopol eingeföhrt, das den Banquiers en Valeurs, nun Courtiers en Valeurs Mobilières genannt, eingeräumt wurde<sup>64</sup>). Ihre Zahl wurde durch den Finanzminister bestimmt, der eine Liste der zum Börsenbesuch zugelassenen Courtiers aufstellte. Sie bildeten einen Berufsverband, dessen Vorstand, die Chambre des Courtiers en Valeurs Mobilières, ähnliche Befugnisse wie die Chambre Syndicale des Agents de Change erhielt<sup>65</sup>). Die Courtiers waren allein befugt, mit den Wertpapieren zu handeln, die von den Agents de Change nicht in das amtliche Kursblatt aufgenommen worden waren, Das Monopol der Agents de Change und der Courtiers wurde durch ein allgemeines Verbot bestätigt, Kurse von nichtnotierten Wertpapieren zu veröffentlichen<sup>66</sup>).

Das Gesetz sah weiter vor, daß die Zulassung von Wertpapieren zum Handel bei den Courtiers der Begutachtung durch die Chambre des Courtiers en Valeurs Mobilières unterlag<sup>67</sup>). Das Zulassungsverfahren, das aus der Praxis der Syndicat des Banquiers entstanden war, wurde somit gesetzlich verankert.

Die Courtiers gaben demzufolge ihr eigenes Kursblatt heraus, das die Kurse der bei ihnen notierten Wertpapiere enthielt. Dieses Kursblatt hatte zwar keinen amtlichen Charakter; es stand aber insofern dem amtlichen Kursblatt der Agents de Change (cote officielle) gleich, als es in Bezug auf die Richtigkeit der veröffentlichten Kurse dieselben Garantien bot.

Bei den Courtiers wurden nicht nur Wertpapiere zweiten Ranges notiert, sondern bedeutende inländische Wertpapiere wie Michelin, Machines Bull und fast alle ausländischen Wertpapiere. Die Courtiers sollten auch den Freiverkehr betreiben, d.h. den Handel in den Wertpapieren, die weder in das amtliche noch in das Kursblatt der Courtiers aufgenommen waren.

Die Einrichtung der Courtiers gab es nur an der Pariser Börse, wenngleich das Gesetz ihre Tätigkeit an anderen Börsen nicht ausschloß.

Die Organisation der Pariser Börse war somit außerordentlich kompliziert, zumal man auch noch im Freiverkehr zwischen „notiertem“ Freiverkehr (hors cote côté) und „nichtnotiertem“ Freiverkehr (hors cote non côté) unterschied, je nachdem, ob die Kurse der Wertpapiere täglich oder nur von Zeit zu Zeit veröffentlicht wurden.

Der Pariser Markt bestand aus:

1. einem amtlichen Markt (marché officiel), an dem die Agents de Change als Vermittler wirkten;
2. einem halbamtlichen Markt, der das Monopol der Courtiers en Valeurs Mobilières war;

---

<sup>64</sup>) Gesetz vom 14. Februar 1942 Teil III unter § 74 Code de Commerce.

<sup>65</sup>) Art. 14

<sup>66</sup>) Art. 22

<sup>67</sup>) Art. 15

3. einem notierten Freiverkehr, der die Wertpapiere, die täglich gehandelt wurden und deren Preisliste täglich veröffentlicht wurde, umfaßte;
4. einem nichtnotierten Freiverkehr für die selten gehandelten Wertpapiere.

Gleich nach Erlass des Gesetzes von 1942 wurde an dieser Marktorganisation Kritik geübt, da das Nebeneinanderbestehen zweier Arten Makler mit jeweiliger Monopolstellung eine Sinnlosigkeit sei.<sup>68)</sup> Es habe keinen Zweck, den Agents de Change und den Courtiers en Valeurs Mobilières den gleichen Status zu geben und somit den amtlichen Markt unter zwei Kategorien von Maklern aufzuteilen. Die Funktionen der beiden Märkte waren auch nicht gesetzlich festgelegt worden. Traditionsgemäß sollten sich die Courtiers mit der Einführung neuer börsenfähiger, insbesondere ausländischer Wertpapiere befassen. Sobald diese Wertpapiere dem Börsenpublikum hinreichend bekannt waren und ihr Umsatz einen bestimmten Umfang erreicht hatte, sollten diese Wertpapiere in die Zuständigkeit der Agents de Change übergehen. Dieser Grundsatz wurde jedoch nicht immer eingehalten.

Die Agents de Change hatten weiterhin das Recht, die ihnen günstig erscheinenden Wertpapiere aus dem Kursblatt der Courtiers en Valeurs Mobilières herauszunehmen, um deren Kurs im amtlichen Kursblatt zu publizieren. Das Wertpapier durfte somit nicht mehr von den Courtiers notiert werden. Dieses Recht, „droit d'évocation“ genannt, führte zu ständigen Reibungen zwischen beiden Maklerkammern. Der Gesetzgeber von 1942, der offenbar den Courtiers gegenüber günstig gesinnt war, hätte ein besonderes Verfahren für den Fall von Unstimmigkeiten zwischen den beiden Kammern vorsehen sollen. Mangels jeglicher gesetzlicher Bestimmungen zeigten sich beide Kammern besonders nachgiebig gegenüber Gesellschaften, die ihre Wertpapiere an der Börse amtlich notieren lassen wollten.

Das Parquet befürchtete, daß es, wenn es zu streng in seiner Auslese wäre, auf Wertpapiere verzichten müsse, die den Courtiers zugute kommen würden. Nur aus diesem Grund kann man erklären, daß die Erdölgesellschaften, die noch keine zwei Jahre bestanden und noch keine Dividende ausgeschüttet hatten, in das Kursblatt der Agents de Change aufgenommen wurden. Die Courtiers klammerten sich ihrerseits an die Wertpapiere, die sie in ihrem Kursblatt behalten wollten, anstatt neue Wertpapiere zur Börse zu bringen.

Weiter wurden durch das Bestehen zweier Märkte die Vermittlungsgebühren erhöht. Ein Interessent, der seinen Kaufauftrag an die falsche Stelle leitete, d.h. ihn nicht an den zuständigen Kursmakler — Agent de Change oder Courtier — richtete, mußte zwei Gebühren zahlen. Schließlich führte die Zweischichtigkeit des Börsenmarktes zu technischen Mißständen. Sowohl die Agents de Change wie die Courtiers hatten ihren Termin- und Kassa-Markt. Die Courtiers nahmen in das Kursblatt des

---

<sup>68)</sup> Siehe Jean Escarra, Cours de Droit Commercial, Paris 1952, S. 1025.

Terminhandels Wertpapiere ohne großen Umsatz auf, denen sie dadurch Bedeutung gaben. Im Gegensatz dazu wurden bei den Agents de Change bedeutende Wertpapiere nur auf dem Kassa-Markt notiert.

Nach Abschluß des EWG-Vertrages wurde dieser Mißstand noch empfindlicher. Die ausländischen Banken und Interessenten fanden sich an der Pariser Börse nicht zurecht. Ausländische Gesellschaften verstanden nicht, weshalb ihre Aktien bei den Courtiers gehandelt wurden, während Aktien von französischen Unternehmen geringer Bedeutung bei den Agents de Change notiert wurden<sup>69)</sup>.

Der Wunsch, die Pariser Börse zu einem bedeutenden internationalen Finanzplatz auszubauen, veranlaßte den Gesetzgeber zu einer Reform des Wertpapiermarkts<sup>70)</sup>.

#### 4. Die Börsenreform des Jahres 1961<sup>71)</sup>

Diese Reform brachte das Gesetz vom 29. Juli 1961 und zwei Durchführungsverordnungen (decrets d'application) vom 30. Oktober 1961, die am 1. Januar 1962 in Kraft traten<sup>72)</sup>.

Das Gesetz führt drei bedeutende Neuerungen ein:

1. Die zwei Märkte der Agents de Change und der Courtiers en Valeurs Mobilières werden vereinigt<sup>73)</sup>. Es besteht nur noch eine Kategorie von Börsenmaklern, die Agents de Change<sup>74)</sup>, und damit nur noch ein amtlicher Markt. Daher gibt es nur noch ein amtliches Kursblatt, in das die bisher von den Agents de Change gehandelten Wertpapiere und die bedeutendsten der vorher von den Courtiers gehandelten Effekten aufgenommen werden. Die Effekten, mit denen die Courtiers nur unbedeutende oder unregelmäßige Geschäfte abschlossen, werden von jetzt an im Freiverkehr gehandelt.

<sup>69)</sup> Bayer-Aktien waren unmittelbar auf dem offiziellen Markt eingeführt worden, während alle anderen deutschen Wertpapiere in Paris bei den Courtiers notiert wurden.

<sup>70)</sup> Im Jahre 1960 wurde ein Referent ernannt, der ein Gutachten über die Reform der französischen Börsen anfertigte. Dieses Gutachten wurde dem Wirtschafts- und Sozialrat vorgelegt und günstig beurteilt. Das neue Gesetz fußt auf diesem Gutachten. (Siehe „Le Marché Financier“, ein Gutachten, das von Georges Lutfalla verfaßt und unter Nr. 1170 vom JO herausgegeben wurde).

<sup>71)</sup> Über die Reform vgl. Dr. Walter Bing (Paris): Die Pariser Börsenreform, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 7. Heft 1962, Seite 284 ff; Informations Internationales, Verlag SEF (Paris), März 1962; P. Haour: La Bourse, Paris 1962 Kapitel IV: La réorganisation de 1961.

<sup>72)</sup> JO vom 30. 7. 1961 u. 31. 10. 1961.

<sup>73)</sup> Art. 15 des Gesetzes vom 29. 7. 1961.

<sup>74)</sup> Im Anschluß an die Abschaffung der Courtiers wurde die Zahl der Pariser Agents de Change von 68 auf 86 erweitert.

Art. 17 des Gesetzes vom 29. 7. 1961 und Art. 2 der 2. Durchführungsverordnung vom 30. 10. 1961 ändert Art. 75 des Code de Commerce, der die Gesellschaften regelte, die von den Agents de Change zur Ausübung ihres Amtes gegründet wurden. Nach der neuen Gesetzgebung können die Agents de Change Kommanditgesellschaften gründen, an deren Spitze sie als verantwortlicher Geschäftsführer (gérant) stehen müssen. Es können jedoch weitere Geschäftsführer (co-gérants) nach Vorschlag der Chambre Syndicales u. Einverständnis des CDBV vom Finanzminister ernannt werden.

Der Freiverkehr hat somit an Bedeutung gewonnen. Er steht unter der Kontrolle der Agents de Change, die täglich eine Kursliste herausgeben.

2. Das im Jahre 1942 geschaffene Comité des Bourses de Valeurs, dessen Zusammensetzung geändert und Befugnisse erweitert wurden, wirkt entscheidend bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel mit<sup>75)</sup>. Es hat die Funktion einer Zulassungsstelle, demnach die Aufgabe, die früher die Chambres Syndicales der verschiedenen Börsen erfüllt haben. Die Chambres Syndicales der Agents de Change bleiben bestehen, werden aber über die Aufnahme oder Streichung einer Notierung im Kursblatt nur noch gutachtlich gehört. Damit steht die Zulassung im Ermessen eines gesetzlich gebildeten Ausschusses und nicht mehr im Ermessen privater Vereinigungen, wie es die Chambres Syndicales waren.

3. Als weitere Neuerung bestimmt das Gesetz, daß ein Wertpapier nur noch an einer Wertpapierbörse gehandelt werden kann. Bisher wurden gewisse Effekten sowohl an der Pariser Börse als auch an einigen Provinzbörsen amtlich gehandelt. Die neue Regelung sieht vor, daß alle Effekten von nationaler und internationaler Bedeutung nur noch in Paris zu notieren sind. Dafür bekommen die Provinzbörsen einzelne Wertpapiere lokaler Bedeutung, die bisher auch in Paris amtlich gehandelt wurden, wieder zurück. Durch diese Reform wurde die Zentralisierung des französischen Finanzmarktes noch mehr betont.

Somit ist die Reform des Jahres 1961 nur eine teilweise, zumal die Frage der Publizitätspflichten vor der Einführung eines Wertpapiers in den amtlichen Börsenverkehr nicht geregelt wurde. Es besteht noch die alte Regelung des Jahres 1907, die den Gesellschaften in Bezug auf Publizität vor der Börseneinführung nur die Veröffentlichung einer Notiz in dem Bulletin des Annonces Légales Obligatoires auferlegt.

## **B. In Deutschland**

### **1. Die Jahre nach Erlass des Börsengesetzes**

Bereits im Jahre 1908 wurde das Börsengesetz durch eine Novelle geändert<sup>76)</sup>. Der 3. Teil des Gesetzes, der sich mit der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel befaßt, blieb jedoch fast unverändert.

Im Jahre 1910 wurden dann auf Grund des § 44 I und II BG, der dem früheren „Bundesrat“ ein Ergänzungsrecht vorbehielt, die in § 36 enthaltenen grundlegenden Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel durch eine „Bekanntmachung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel“ im einzelnen und einheitlich für alle Börsen des Landes festgelegt. Diese Bekanntmachung regelt unter anderem die Mindeststückzahl der zuzulassenden Wertpapiere, die Stellung des Antrags, die Angaben des Prospekts, die Ablehnung des Antrags

---

<sup>75)</sup> Art. 2 des Decret vom 30. 10. 1961. Die Zusammensetzung des Comité des Bourses de Valeurs soll in der Folge erläutert werden.

<sup>76)</sup> RGBl. S. 215.

und die Börseneinführung. Sie ist mit einigen Änderungen noch heute in Kraft.

Wenige Jahre später wurde jedoch das Zulassungsverfahren bereits durch kriegsbedingte Gesetze geändert. Der Wettbewerb zwischen privaten Emissionen und Kriegsanleihen wurde eingeschränkt; die Vorschriften hinsichtlich der Publizität bei Emissionen, die der Kriegswirtschaft dienten, wurden teilweise aufgehoben<sup>77)</sup>. Nach dem Krieg wurden diese Sondergesetze wieder abgeschafft. Die Bankenkrise zwang jedoch den Gesetzgeber erneut, in das Zulassungsverfahren einzugreifen.

## **2. Die Bankenkrise**

Seit dem Jahre 1930 machte eine immer größere Zahl von Aktiengesellschaften von der im damaligen § 227 HGB vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch, Aktien einzuziehen, da das Absinken der Wirtschaftstätigkeit zu einer Kapitalherabsetzung zwang. Der Gesetzgeber wurde somit veranlaßt, der neuen wirtschaftlichen Lage Rechnung zu tragen und § 227 HGB durch weitere Vorschriften zu ergänzen.

Am 20. April 1932 trat eine neue Verordnung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel in Kraft<sup>78)</sup>.

Im ersten Teil regelt diese Verordnung — die später näher untersucht werden soll — die Folgen der Aktieneinzahlung im allgemeinen. Der zweite Teil bezieht sich auf die für eine beschränkte Zeit vorgesehene Kapitalherabsetzung in erleichterter Form durch Einziehung von Aktien. Die Tätigkeit der Zulassungsstellen während dieser Krisenjahre bezog sich fast ausschließlich auf die Wiederezulassung konvertierter Papiere.

## **3. Die Zwangswirtschaft im 3. Reich**

1. Das Börsenwesen wurde im Sinne der Vereinheitlichung der Börsenorganisation, der Staatskontrolle und der Konzentration geändert.

Am 4. Dezember 1934 erfolgte die Neuordnung des Wertpapierbörsenwesens. Zwölf Wertpapierbörsen wurden vom Reichswirtschaftsminister auf Grund des § 1 I 2 BG aufgehoben<sup>79)</sup>.

Am 9. Dezember 1934 wurde ein Gesetz über den Wertpapierhandel erlassen. Es gab dem Reichswirtschaftsminister das Recht, Börsenzulassungen von einer Börse auf die andere zu übertragen.

---

<sup>77)</sup> Die VO vom 30. November 1917 gibt der Bundesregierung das Recht, die Zulassungsstellen anzuweisen, bei Anträgen auf Zulassung von der Aufnahme von Angaben im Prospekt und der Vorlage von Beweisstücken dann abzuweichen, wenn die Geheimhaltung im Interesse der Landesverteidigung lag. Der Zulassungsbeschluß, d.h. die Entscheidung darüber, ob trotz Fehlens solcher Angaben und Beweisstücke das Wertpapier zum Börsenhandel zugelassen werden konnte, verblieb den Zulassungsstellen.

<sup>78)</sup> RGBl I S. 181.

<sup>79)</sup> Es blieben nur noch neun Wertpapierbörsen bestehen in Berlin, Breslau, Leipzig, München, Stuttgart, Frankfurt am Main, Düsseldorf, Hannover und Hamburg.

Im Zusammenhang mit der Neuordnung der Wertpapierbörsen ordnete der Reichswirtschaftsminister für die fortbestehenden Wertpapierbörsen eine Neufassung der Börsenordnungen an, nach der sie der neuerlassenen Berliner Börsenordnung anzugleichen waren. Damit sollte ein fast einheitliches deutsches Organisationsrecht der Börsen geschaffen werden. Ferner wurde die Berliner Börse von den Provinzbörsen getrennt, indem bei ihr nur Wertpapiere mit einem Gesamtnennwert von über 1,5 Millionen RM zugelassen werden konnten. Für die anderen Wertpapierbörsen hingegen blieb die Mindestgrenze von  $\frac{1}{2}$  Million RM oder  $\frac{1}{4}$  Million RM bestehen. Der Reichswirtschaftsminister konnte ferner die Zulassung für Wertpapiere mit einem Gesamtnennwert bis zu 3 Millionen RM für die Berliner Börse rückgängig machen, wenn die Mehrheit der Wertpapiere sich in der Hand einer oder weniger Personen befand oder darin kein bedeutender Handel an der Berliner Börse stattfand.

Der Zweck der Reform war also einerseits, die Zahl der Wertpapierbörsen zu beschränken, die bestehenden Börsen aber wieder zu beleben, andererseits die Autonomie der einzelnen Wertpapierbörsen und Börsenorgane möglichst abzubauen. Zu diesem Zweck wurde das Wahlverfahren, das bei der inneren Organisation der Börsen die Regel war, durch autoritäre Ernennung ersetzt.

2. Die Freiheit auf dem Emissions- und Kapitalmarkt wurde stufenweise abgeschafft.

- a) Die Emissionen privater Unternehmungen wurden fast gänzlich gesperrt.
- b) Für ausländische Wertpapiere wurde ein Depotzwang an einer Devisenbank angeordnet. Der Verkauf an der Börse mit freier Kursbildung fiel fort.
- c) Die Dividendenverteilung wurde beschränkt.
- d) Gewinne aus Aktiengeschäften wurden einkommensteuerepflichtig, wenn der Verkauf vor Ablauf eines Jahres seit dem Kauf vorgenommen wurde.

Somit hatte die Börse ihren Charakter als Kapitalmarkt völlig verloren und diente nur der Unterbringung der Staatsanleihen oder der Effekten von Unternehmungen, die für die Kriegswirtschaft arbeiteten. Nach Ausbruch des Krieges wurden neue Maßnahmen getroffen, die die Börse noch mehr zum Instrument des Staates ausbauten. Um die Plazierung der Kriegsanleihen zu erleichtern, wurde der Zinsfuß der festverzinslichen Wertpapiere gesenkt<sup>80)</sup>. Die Kapitalerhöhung der Gesellschaften wurde erleichtert. Um Änderungen in den Verhältnissen der Unternehmungen

---

<sup>80)</sup> 1940 Senkung des Zinssatzes bei festverzinslichen Werten von 4,5 auf 4 %; 1941 Übergang zu 3,5 % bei Schatzanweisungen.  
Eine Verordnung vom 8. Dezember 1941 bestimmte, daß bei allen kündbaren Emissionen durch Globalkündigung der Zinsfuß gesenkt werden könnte.

nicht zu veröffentlichen und um die Geheimhaltung der Emissionen zu gewährleisten, wurden gesetzliche Maßnahmen getroffen<sup>81)</sup>.

Durch diese Maßnahmen sowie durch die Tatsache, daß sich von Jahr zu Jahr die Zahl der Zulassungsanträge verringerte und die öffentlichen Anleihen von jeher vollkommene Prospektfreiheit genossen, wurde das Tätigkeitsfeld der Zulassungsstelle eingeschränkt. Es verblieben diesem Organ jedoch immer noch gewisse Pflichten: Nach wie vor war der Antrag auf Zulassung bei der Zulassungsstelle einzureichen und von der Zulassungsstelle zu prüfen. Eine völlige Prospektbefreiung wurde nur selten angeordnet. War es dennoch der Fall, so wurde die Anordnung meistens an Bedingungen und Auflagen geknüpft, die von der Zulassungsstelle zu prüfen waren. Über die Prüfung der Zulassungsanträge hinaus oblag der Zulassungsstelle weiter die laufende Beobachtung sowie ständige Kontrolle des Kurszettels mit besonderem Augenmerk auf wirtschaftliche Veränderungen, wie sie in den Kriegsjahren an der Tagesordnung waren.

#### **4. Die stufenweise Wiedereinführung der ordentlichen Börsengesetzgebung**

Anfang 1945 wurden alle deutschen Wertpapierbörsen für einige Monate geschlossen. Als erste wurde die Bayerische Börse in München wieder eröffnet. Alle anderen deutschen Börsen — mit Ausnahme der Berliner Börse erhielten 1945 bzw. 1946 durch die „Control-Commission für Deutschland“ zunächst die Genehmigung zur Aufnahme eines amtlich kontrollierten Freiverkehrs, bis dann im Jahre 1949 der amtliche Börsenverkehr wieder aufgenommen wurde<sup>82)</sup>. Die Befugnisse des Reichswirtschaftsministers gingen gemäß Artikel 129 und 83 des Grundgesetzes auf die nunmehr sachlich zuständigen Stellen über. Zuständig ist jetzt die Bundesregierung bzw. der Bundesminister für Wirtschaft. Ermächtigungen zum

<sup>81)</sup> Es war bislang nicht möglich gewesen, nach einer Kapitalveränderung oder einer Herabsetzung des Zinssatzes bei Anleihen die neuen Effekten ohne Ausarbeitung eines vollständigen Börsenprospekts und ohne ein neues Zulassungsverfahren an der Börse einzuführen. Auf Grund der Anordnung vom 13. März 1943 (Erste VO über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens während des Krieges) konnte der Reichswirtschaftsminister für die Dauer des Krieges bei einzelnen Anträgen auf Zulassung zum Börsenhandel von der Verpflichtung zur Veröffentlichung des Prospekts gemäß § 38 BG befreien. Durch die Verordnung vom 7. Dezember 1943 (Dritte VO über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens während des Krieges) wurden dem Reichswirtschaftsminister noch weitere Befugnisse eingeräumt. Danach konnte er während der Dauer des Krieges, soweit dies im öffentlichen Interesse lag, nicht nur von der Veröffentlichung, sondern auch von der Einreichung eines Prospekts befreien. Daneben gab die Verordnung auch die Möglichkeit, Wertpapiere einer Börse, die durch Kriegseinwirkungen in ihrer Tätigkeit behindert war, an einer anderen Börse ohne Einreichung eines neuen Prospekts zum Handel zuzulassen, um Störungen am Kapitalmarkt zu vermeiden.

<sup>82)</sup> Zwei Wertpapierbörsen, nämlich Breslau und Leipzig, konnten nicht wieder eröffnet werden. Dafür wurde in Bremen ein neues Institut errichtet. Auf Grund des Bremer Beschlusses der Bankaufsichtsbehörden vom 20. August 1949, der auf der Verordnung vom 7. Dezember 1943 fußt, konnte die Einführung von Wertpapieren stillgelegter Börsen an Börsen des Bundesgebietes prospektfrei geschehen. Die am 7. Juli 1952 erlassenen „Grundsätze der Aufsichtsbehörden der Länder über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel“ beseitigten dann diese Erleichterung: Die nach dem 30. Juni 1952 eingeführten Wertpapiere wurden grundsätzlich wieder prospektpflichtig.

Erlaß von Verwaltungsvorschriften und Verwaltungsakten sind auf die zuständigen obersten Landesbehörden übergegangen<sup>83)</sup>.

Der Erlaß des DM-Bilanzgesetzes<sup>84)</sup> und des Wertpapierbereinigungsgesetzes<sup>85)</sup> veranlaßten den Gesetzgeber noch einmal, Sonderzulassungsmaßnahmen durch das „Gesetz über die Börsenzulassung umgestellter Wertpapiere“ vom 27. Dezember 1951 einzuführen. Danach bedeutete die Umstellung des Nennbetrages von Schuldverschreibungen auf DM sowie die Neufestsetzung des Nennbetrages von Aktien in DM keine Konvertierung im Sinne des § 38 BC, der in solchen Fällen einen Antrag auf Neuzulassung vorsieht. Umgestellte Wertpapiere bedurften grundsätzlich keiner Neuzulassung zum Börsenhandel<sup>86)</sup>.

Die Gesellschaften hatten die Neufestsetzung ihrer Kapitalverhältnisse in einer prospektähnlichen Bekanntmachung, jedoch ohne Mithaftung der Banken, zu veröffentlichen (§§ 2 und 3 des Gesetzes). Diese Bekanntmachung mußte der Zulassungsstelle vorgelegt werden, die weitere Angaben verlangen konnte.

Im Jahre 1952 wurde die Kriegsgesetzgebung wieder aufgehoben. Auf Beschluß des Sonderausschusses Bankaufsicht vom 24. und 25. April 1952 wurde der bis zum Krieg bestehende Zustand wiederhergestellt. Die im Sonderausschuß „Bankaufsicht“ vertretenen Aufsichtsbehörden der Länder arbeiteten nach Anhörung der Börsenvorstände der Bundesrepublik die „Grundsätze der Aufsichtsbehörden der Länder über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel“ aus, die am 7. Juli 1952 verkündet wurden. Darin wurden jedoch keinerlei neue Grundsätze aufgestellt, sondern nur die Fragen behandelt, die die von den Realkreditinstituten ausgehenden Neuemissionen sowie die Überführung von Wertpapieren stillgelegter Börsen an Börsen der Bundesrepublik aufgeworfen hatten<sup>87)</sup>.

Diese Gesetzgebung ist heute noch in Kraft, so besonders die Rechtsvorschriften der §§ 36 bis 39 BG vom 22. Juni 1896 in der Fassung von 1908 und die Verordnungen, die auf Grund und in Ergänzung des Börsengesetzes ergangen sind, insbesondere die „Bekanntmachung betreffend die Zu-

---

<sup>83)</sup> siehe Meyer-Bremer a.a.O. unter § 3, Seite 21, 8, b).

<sup>84)</sup> Gesetz über die Eröffnungsbilanz in DM und die Kapitalneufestsetzung vom 21. August 1949, WiGBI. S. 279 mit Änderungen bis 1955.

<sup>85)</sup> Wertpapierbereinigungsgesetz vom 19. August 1949, WiGBI S. 295 mit Änderungen bis 1957, desgleichen für Berlin vom 26. September 1949 Verordnungsblatt für Groß-Berlin I S. 346.

<sup>86)</sup> Es wurde jedoch eine Neuzulassung unter Prospektzwang und unter Mithaftung der Emissionsbank in den Fällen gefordert, in denen die Umstellung der Kapitalverhältnisse so einschneidend war, daß sie eine Überprüfung der Wiederzulassung der betreffenden Aktien erforderlich machte. Dies war der Fall, wenn das Grundkapital einer Gesellschaft niedriger als im Verhältnis 1:10 festgesetzt oder in der Eröffnungsbilanz ein 15 % des Grundkapitals übersteigendes Kapitalentwertungskonto oder ein Kapitalverlustkonto eingesetzt worden war. Auf neue Zulassung konnte nach § 1 des Gesetzes verzichtet werden, wenn bis zu seinem Inkrafttreten die Kapitalentwertungskonten nur noch maximal 1/5 des Grundkapitals ausmachten oder wenn das Kapitalverlustkonto bis dahin getilgt worden war.

<sup>87)</sup> Es heißt darin, daß Erstemissionen von privaten sowie öffentlichen Realkreditinstituten in allen Fällen prospektpflichtig sind. Dagegen wird bei Neuemissionen bis zum 31. 12. 1954 auf die Einreichung eines Prospekts verzichtet, wenn gewisse Auflagen eingehalten werden.

lassung von Wertpapieren zum Börsenhandel“ vom 4. Juni 1910 und die Verordnungen vom 30. 11. 1917, 5. 11. 1924, 20. 4. 1932, 4. 12. 1934.

Um diese Vielzahl von Gesetzen zu vereinheitlichen und zu ergänzen, hatte die Berliner Zulassungsstelle im Jahre 1935 die schon erwähnten Richtlinien herausgegeben, die als einheitlicher Maßstab von allen Börsen anerkannt und als verbindlich erklärt worden waren.

Aber auch diese Richtlinien waren nach mehr als einem Vierteljahrhundert veraltet und boten keine ausreichende Stütze mehr. Die Praxis mußte sich anderer Mittel bedienen und durch die in den Börsenordnungen und Geschäftsordnungen der Zulassungsstellen enthaltenen Vorschriften die Lücken der Gesetzgebung füllen.

Es besteht daher das Bedürfnis, die aus der Praxis entstandenen Zulassungsvoraussetzungen in einer Verordnung zusammenzufassen und sie den heutigen rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen anzupassen. Im Dezember 1959 wurde der Text der Verordnung von der Bundesregierung beschlossen. Wie es in der Begründung heißt, bringt die neue Verordnung „eine klarere Aufgliederung der Zulassungsvoraussetzungen“ und eine „Verstärkung der Publizität im Börsenwesen“ mit dem Ziel, einer weiteren Festigung des Kapitalmarktes und einer möglichen breiten Streuung des Wertpapierbesitzes zu dienen. Die Verordnung ist jedoch bis heute nicht verkündet worden.

#### **IV. Vergleich der historischen Entwicklung des Zulassungsverfahrens in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

I. Die wirtschaftlichen Vorgänge der Entstehung sind in beiden Ländern ähnlich, wenn sie auch nicht in die gleiche Zeitspanne fallen. Während der ersten Jahre nach dem Entstehen eines börsenmäßigen Wertpapierhandels herrschte in beiden Ländern vollkommene Freiheit in Bezug auf den Kreis der Wertpapiere, für die eine amtliche Preisfeststellung erfolgen durfte. Die gleichen wirtschaftlichen Gründe führten dazu, diesen Zustand zu ändern: der Aufbau der kapitalistischen Wirtschaft führte zur Gründung zahlreicher Gesellschaften, unter denen sich solche befanden, die zu betrügerischen Zwecken gegründet wurden. Das Publikum verlor daher das Vertrauen zu den Wertpapieranlagen. Es erschien jedoch zweckmäßig, daß der Wirtschaft das verfügbare Kapital über die Börse zugeführt wurde. Demzufolge wurde in Frankreich und in Deutschland die Zulassung zum Börsenhandel beschränkt mit dem Zweck, das Publikum vor Übervorteilungen zu schützen und den Handel mit Wertpapieren zu fördern.

In der besonderen Regelung des Zulassungsverfahrens hat sich der Wille, dem wirtschaftlichen Zweck der Wertpapierbörse als Umsatzstelle für das am Wertpapier interessierte Publikum zu dienen, gegenüber dem Prinzip der Börsenfreiheit durchgesetzt. Dem Prinzip der Börsenfreiheit hätte es entsprochen, daß jedes beliebige Wertpapier in den Börsen-

handel eingeführt werden konnte. Dagegen verlangt das wirtschaftliche Wesen der Wertpapierbörse als Einrichtung im Dienste des am Wertpapier interessierten Publikums, daß eine öffentliche Stelle darüber entscheidet, für welche Wertpapiere die Börse als Umsatzstelle zur Verfügung gestellt werden kann, und daß durch besondere Zulassungsvoraussetzungen das Interesse des Publikums gewahrt wird<sup>88)</sup>.

In der Folge entwickelte sich das Zulassungsverfahren — mit Ausnahme der Zeit der Zwangs- und Kriegswirtschaft, — in dem Sinne, daß die Zulassungsvoraussetzungen und insbesondere die Publizitätspflichten deutlicher bestimmt wurden.

II. Die rechtlichen Vorgänge bei der Entstehung und Entwicklung des Zulassungsverfahrens sind jedoch in Frankreich und in Deutschland verschieden.

Während in Frankreich das Zulassungswesen ohne Intervention des Gesetzgebers entstand und bis zur Gesetzgebung der Jahre 1942 und 1961 von den Agents de Change geregelt und durchgeführt wurde, wurde das Zulassungsverfahren in Deutschland durch das Börsengesetz eingeführt. Es wurden besondere Behörden, die Zulassungsstellen, für seine Durchführung geschaffen.

Daß verschiedene Wege zur Einführung und Regelung der Börsenzulassung eingeschlagen wurden, geht aus den jeweiligen allgemeinen Börsenorganisationen in Frankreich und in Deutschland hervor.

In Frankreich bestanden Wertpapierbörsen als Staatseinrichtungen seit Anfang des 18. Jahrhunderts. Der Berufsverband der Agents de Change war mit ihrer inneren Organisation und mit der Regelung der Börsengeschäfte betraut. Dazu waren ihm rechtsetzende Befugnisse verliehen, die ihm ermöglichten, das Zulassungsverfahren einzuführen und zu regeln.

In Deutschland hingegen war das Börsenwesen, als das Bedürfnis eines Ausleseverfahrens entstand, noch nicht spezialisiert und vereinheitlicht. Die Ältesten und die Handelskammer, die den Versuch machten, ein Zulassungsverfahren einzuführen, hatten nicht an allen Börsen die gleichen Aufgaben und auch keine rechtsschöpferische Befugnis. Es war ihnen keine Möglichkeit gegeben, ihre Beschlüsse zwingend durchzusetzen. Aus diesen Gründen war der Gesetzgeber genötigt, das gesamte Börsenwesen einheitlich zu organisieren. Dabei wurde auch das Zulassungsverfahren gesetzlich geregelt.

In der Folgezeit ist auch in Frankreich der Gesetzgeber eingeschritten, um das Zulassungsverfahren gesetzlich zu verankern und teilweise zu ändern. Es ist nicht daraus zu schließen, daß das liberale System, das darin bestand, das Zulassungswesen den Agents de Change zu überlassen, sich nicht bewährt hatte. Im Gegenteil. Seit Ende des 19. Jh. waren keine be-

---

<sup>88)</sup> Vgl. hierzu Göppert a.a.O. S. 217.

trügerischen Emissionen in den amtlichen Börsenhandel eingeführt worden. Die Börsenreform von 1961, die die Chambres Syndicales teilweise als Zulassungsinstanzen ausschaltet, wurde aus wirtschafts-politischen Gründen vorgenommen mit dem Hauptzweck, das Zulassungswesen an allen Wertpapierbörsen Frankreichs zu koordinieren und zu zentralisieren.

## II. Teil

# Die Zulassungsbehörden

## 1. Kapitel: Die Zulassungsbehörden in Frankreich

In Frankreich sind zwei Behörden an der Zulassung beteiligt:

1. ein bei jeder großen Wertpapierbörse bestehendes Organ: die **Chambre Syndicale des Agents de Change**
2. eine Zentralbehörde, die den Zulassungsbeschluß faßt, das **Comité des Bourses de Valeurs** (CDBV).

Das neue Gesetz von 1961 hat die vorher bestehenden Behörden, *Chambres syndicales* und *Comité des Bourses de Valeurs*, bestehen gelassen, jedoch ihre Zuständigkeiten geändert. Es bestimmt (Art. 3): „über die Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel und die Streichung der vorher eingetragenen Wertpapiere wird nach Stellungnahme einer oder der betreffenden *Chambres Syndicales des Agents de Change* durch das *Comité des Bourses de Valeurs* ... entschieden.“ Hieraus geht hervor, daß der Beschluß, ein Wertpapier in das amtliche Kursblatt aufzunehmen oder zu streichen, von dem Zentralbörsenausschuß, dem *Comité des Bourses de Valeurs*, gefaßt wird. Die *Chambres Syndicales des Agents de Change* sind bei diesem Verfahren jedoch nicht ausgeschaltet. Es bleibt ihre Aufgabe, den Zulassungsantrag zu prüfen und ihre Stellungnahme dem CDBV zu unterbreiten, das über den Antrag endgültig entscheidet.

Die Mitwirkung des Staatskommissars, wie sie im Gesetz von 1942, Art. 12, geregelt ist, fällt weg. Nach dieser Bestimmung konnte der Staatskommissar innerhalb von acht Tagen die von den *Chambres Syndicales* gefaßten Zulassungsbeschlüsse dem *Comité des Bourses de Valeurs* vorlegen, das endgültig darüber entschied. Diese Vorschrift hätte heute jegliche Bedeutung verloren, da das *Comité des Bourses de Valeurs* in allen Fällen den endgültigen Zulassungsbeschluß erläßt.

### A. Die *Chambre Syndicale des Agents de Change*

An den acht bedeutendsten französischen Wertpapierbörsen<sup>1)</sup> wählen die Makler jährlich einen Ausschuß, die *Chambre Syndicale*, der im Zulassungsverfahren mitwirkt. Diese Großbörsen werden „*bourses à parquet*“ genannt. An den anderen Wertpapierbörsen, „*bourses sans parquet*“, fungieren einige Makler selbständig. Es gibt dort weder eine Zulassungsinstanz noch ein amtliches Kursblatt.

1) Paris, Lyon, Marseille, Toulouse, Bordeaux, Lille, Nantes, Nancy.

## § 1 Rechtstellung

Diese Chambres Syndicales sind nicht wie die deutschen Zulassungsstellen zum Zweck der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel eingerichtet worden. Sie sind das handelnde und verwaltende Organ der jeweiligen „Compagnie des Agents de Change“, d.h. des körperschaftlichen Verbandes, zu dem die Agents de Change zusammengeschlossen sind. Sie sind juristische Personen und vertreten die „compagnies“ in privatrechtlichen Angelegenheiten. Darüber hinaus sind ihnen auch öffentliche Funktionen im Rahmen des Zulassungsverfahrens übertragen worden. Sie sind laut Urteil des Conseil d'Etat<sup>2)</sup> jedoch keine Verwaltungsbehörden; ihre Mitglieder sind an staatliche Weisungen nicht gebunden. Ihre Beschlüsse konnten nur vor den ordentlichen Gerichten angefochten werden.

## § 2 Zusammensetzung der Chambres Syndicales des Agents de Change

Da das neue Gesetz nichts über ihre Zusammensetzung bestimmt, bleibt sie weiterhin durch das Décret vom 17. 10. 1890 (Art. 17 bis 30) geregelt (Code de Commerce unter Art. 74).

Hiernach sind die Chambres Syndicales des Agents de Change Ausschüsse, die von den jeweiligen Compagnies jährlich neu gewählt werden. Sie sind privatrechtliche Organisationen. An ihrer Spitze steht ein gewählter „Syndic“, der sowohl dem Ausschuß als auch der ganzen Compagnie vorsteht. Die Zahl der Mitglieder der Chambres Syndicales steht in einem bestimmten Verhältnis zu der jeweiligen Zahl der an der Börse zugelassenen Agents de Change<sup>3)</sup>. Im übrigen enthalten einige Börsenverordnungen weitere Vorschriften über die Funktionen des Syndic und der Mitglieder der Chambre Syndicale. In Paris muß der Syndic seit fünf Jahren, die anderen Mitglieder der Chambre Syndicale müssen seit drei Jahren als Agent de Change zugelassen sein. Der Syndic kann fünf Jahre lang, die anderen Mitglieder können vier Jahre wieder gewählt werden.

### 1. Zusammensetzung im allgemeinen

Die Beratungen der Chambres Syndicales können nur dann stattfinden, wenn die Mehrzahl ihrer Mitglieder anwesend ist. Die Entschlüsse werden mit Stimmenmehrheit gefaßt. Bei Stimmengleichheit ist die Stimme des Vorsitzenden, d.h. des Syndic, entscheidend. Die Beratungen werden protokolliert und die Protokolle von allen anwesenden Mitgliedern unterschrieben.

---

<sup>2)</sup> CE 17. 2. 1911 (Droit Financier 1911, S. 205)

<sup>3)</sup> Décret vom 31. 10. 1961, Art. 9: Soweit an einer Börse nicht mehr als fünf Agents de Change zugelassen sind, besteht die Chambre Syndicale aus einem Syndic und einem Beigeordneten. Bis zur Zahl von 9 Agents de Change setzt sie sich aus dem Syndic und 2 Mitgliedern zusammen, bei 9 bis 14 Agents de Change, aus dem Syndic und 4 Mitgliedern, bis zur Zahl von 60 Agents de Change aus dem Syndic und 6 Mitgliedern. Sind an einer Börse mehr als 60 Agents de Change tätig, besteht die Chambre Syndicale aus dem Syndic und 10 Mitgliedern.

## **2. Ausschluß von Mitgliedern in besonderen Fällen**

Wenn ein Mitglied an einem Zulassungsantrag persönlich interessiert ist, darf es an den Beratungen nicht teilnehmen. Der Begriff des persönlichen Interesses wird hier sehr weit gefaßt. Für die von den Beratungen ausgeschlossenen Mitglieder können Stellvertreter unter den Agents de Change, die ihre Funktionen am längsten ausüben, bestellt werden.

## **§ 3. Aufgaben und Pflichten der Chambres Syndicales im Zulassungsverfahren**

Das Décret vom 31. 10. 1961 (Art. 10) bestimmt ganz allgemein, daß die Chambres Syndicales die Unterlagen über die Zulassung und Streichung der Wertpapiere prüfen und ihre Stellungnahme dem Comité des Bourses de Valeurs übermitteln. Den Chambres Syndicales ist also eine Prüfungs- und Informationspflicht gegenüber dem Comité des Bourses de Valeurs auferlegt. Sie haben einerseits die Unterlagen zu prüfen, die die Gesellschaften zum Zweck der Zulassung bei ihnen einreichen müssen, andererseits haben sie nach erfolgter Zulassung die laufenden Informationen, die ihnen die Aussteller der amtlich notierten Wertpapiere erteilen müssen, zu kontrollieren. Ferner obliegt den Chambres Syndicales eine Informationspflicht gegenüber dem Börsenpublikum, indem sie für die durch das Gesetz von 1907 nebst Änderungen vorgeschriebenen Veröffentlichungen zu sorgen haben.

### **1. Die Prüfungspflicht**

Die Prüfung wird von der Finanzabteilung der jeweiligen Chambre Syndicale vorgenommen, die ein Gutachten erstattet, das dem Syndic übermittelt wird. Der Syndic bestellt seinerseits einen Berichterstatter, der seine Auffassung der Chambre Syndicale mitteilt. Wenn die Chambre Syndicale mit dem Ergebnis des Gutachtens einverstanden ist, wird dieses nebst Unterlagen dem Comité des Bourses de Valeurs weitergeleitet. Andernfalls wird das Gutachten erst dann an das Comité des Bourses de Valeurs gegeben, wenn es nach erneuter Bearbeitung die Zustimmung der Chambre Syndicale gefunden hat.

### **2. Umfang der Prüfung**

Die VO Nr. 61—1168 vom 30. Oktober 1961 (Art. 3 § 3) bestimmt, daß der Aussteller der Wertpapiere auf Verlangen der Chambre Syndicale alle Auskünfte und Unterlagen, die „zur Notierung des Wertpapiers nötig sind“, überreichen muß. Bei Verstößen gegen diese Vorschrift kann den Gesellschaften die Zahlung eines Zwangsgeldes auferlegt werden. Demnach ist die Chambre Syndicale weitgehend frei in der Bestimmung der Unterlagen, die nach ihrer Auffassung für die Bewertung eines Effektes erforderlich sind.

Die frühere Gesetzgebung äußerte sich genau so knapp hinsichtlich der Pflichten der Chambres Syndicales, als diese noch Zulassungsstellen waren. Sie hatten die fehlenden gesetzlichen Bestimmungen jedoch ersetzt,

indem sie die Zulassung von Wertpapieren strengen Voraussetzungen unterworfen hatten. Diese Voraussetzungen waren in keinem offiziellen Text zusammengefaßt. Die Chambres Syndicales veröffentlichten nur Richtlinien in Form von Rundschreiben, die den antragstellenden Gesellschaften ausgehändigt wurden. Obwohl diese Richtlinien keinen absolut zwingenden Charakter hatten, wurden sie im allgemeinen von den Chambres Syndicales beachtet, es konnten jedoch den Antragstellern zusätzliche Auflagen erteilt werden. In Ausnahmefällen konnte aber auch von einer oder mehreren Vorschriften abgesehen werden. Es wurden somit, wie schon erwähnt, Aktien von Erdölgesellschaften in das amtliche Kursblatt aufgenommen, obwohl diese Gesellschaften noch keine zwei Jahre bestanden und die Richtlinien der Chambre Syndicale das Vorlegen von mindestens drei Jahresbilanzen vorschrieben.

Wenn auch das Gesetz von 1961 die Voraussetzungen zur Zulassung weiter im Ermessen der Chambres Syndicales läßt, hat das CDBV in die Befugnisse der Chambres Syndicales eingegriffen. In einem Zirkular (Circulaire administrative) vom Oktober 1962 hat das CDBV die Unterlagen bestimmt, welche die Chambres Syndicales von den Antragstellern zu fordern haben. Dieses Zirkular ändert an dem rechtlichen Vorgang des Zulassungsverfahrens insofern nichts, als es keinen zwingenden Charakter für die Chambres Syndicales haben kann, da ihre Unabhängigkeit in den Bestimmungen der Zulassungsvoraussetzungen vom Gesetzgeber geregelt worden ist. In der Praxis werden sich jedoch die Chambres Syndicales an die Regelung des Zirkulars halten, weil das CDBV bei Nichtbeachtung dieser Grundsätze die Zulassung ablehnen könnte.

### 3. Art der Prüfung

Es ist nicht gesetzlich festgelegt worden, ob die Chambres Syndicales die Unterlagen auf ihre formelle Gesetzmäßigkeit oder auch auf ihre Richtigkeit zu prüfen haben. Die Cour de Cassation unterscheidet zwischen Zweckmäßigkeit und Gesetzmäßigkeit der Zulassung und bestimmt, daß eine Chambre Syndicale keinerlei Garantie für die gute Geschäftsführung und den Erfolg des Unternehmens, dessen Zulassungsantrag sie geprüft hat, übernehmen kann, daß sie jedoch dafür einzustehen hat, daß bei dem Unternehmen auch die gesetzlichen Vorschriften über Gründung einer Aktiengesellschaft und Ausstellung von Aktien befolgt worden sind<sup>4)</sup>. Sie hat somit nicht nur die Pflicht, dafür zu sorgen, daß alle Unterlagen über die Gründung der Gesellschaft vorhanden sind, sondern übt auch eine materielle Prüfung dieser Unterlagen aus. Bei der Einführung von „Bonds“ der Eisenbahngesellschaft „Memphis el Paso and Pacific“<sup>5)</sup> wurde sie unter anderem dafür haftbar erklärt, daß sie, obwohl alle Unterlagen über die Gründung der Gesellschaft von ihr beantragt worden waren, versäumt hatte nachzuprüfen, ob das Gesellschaftskapital auch wirklich ganz eingezahlt worden war<sup>6)</sup>. Die Prüfungspflicht der Chambre Syndicale

<sup>4)</sup> Civ. 4. 12. 1877 D.P. 78. I. 249

<sup>5)</sup> a.a.O. Civ. 4. 12. 1877

<sup>6)</sup> Die Prüfung der Einzahlung des Geschäftskapitals war in ihren Richtlinien zur Zulassung vorgesehen.

ist dennoch insofern begrenzt, als sie nicht verpflichtet ist, Täuschungsmanöver der Antragsteller aufzudecken. Ein Urteil der Cour d'Appel von Amiens vom 1. Juli 1887 ist hierfür kennzeichnend<sup>7)</sup>. Die Chambre Syndicale des Agents de Change von Paris hatte Aktien von einer Gesellschaft, die sich als eine Schweizer Gesellschaft darstellte, zum amtlichen Verkehr zugelassen. Die Gesetzmäßigkeit der Gründung und der Satzung nach dem zuständigen kantonalen Recht war geprüft worden. In Wirklichkeit war jedoch die in der Satzung angegebene schweizerische Niederlassung der Gesellschaft fiktiv und bezweckte, das französische Recht zu umgehen. Das Gericht hat in diesem Fall eine Haftung der Chambre Syndicale verneint und ausgeführt, daß der Chambre Syndicale nicht zugemutet werden könne, unlautere Manöver eines Antragstellers aufzudecken.

#### **4. Haftung**

Die Untersuchungspflicht der Chambres Syndicales war, als diese noch Zulassungsbehörden waren, durch eine entsprechende Haftung bekräftigt worden. Die Chambres Syndicales hafteten mittels der gemeinsamen Kasse der Compagnie, die auf Grund des Art. 25 des Décret vom 7. Oktober 1890 gebildet worden war<sup>8)</sup>. In der Praxis hatte man sich seit Ende des letzten Jahrhunderts<sup>9)</sup> nie mehr auf diese Haftung berufen. Durch das neue Gesetz hat sich die Frage der Haftung geändert<sup>10)</sup>, indem der Zulassungsbeschluß nicht mehr von den Chambres Syndicales, sondern von dem CDBV getroffen wird. Das Gesetz hat diese Frage nicht geregelt. In dem unter Fußnote <sup>10)</sup> erwähnten Aufsatz von Professor Michel Boitard äußert sich der Verfasser gegen eine Haftung sowohl der Chambre Syndicales, wie des CDBV. Den Chambres Syndicales könne wohl keine Haftung mehr auferlegt werden, wo sie nicht mehr befugt seien, über die Zulassung zu entscheiden. Das CDBV könne aber auch nicht haftbar gemacht werden, weil das Gesetz die Einrichtungen, die eine Haftung ermöglicht hätten, nicht geschaffen hat. Das CDBV verfügt nämlich nicht über ein eigenes Vermögen. Art. 8 des Gesetzes vom 14. Februar 1942, der stets in Kraft ist, bestimmt, daß die Verwaltungskosten des CDBV von den Agents de Change getragen werden. Die Zahlungen von Schadensersatzgeldern auf Grund eines von den CDBV begangenen Fehlers können jedoch nicht als „Verwaltungskosten“ bezeichnet werden. Daraus ist zu schließen, daß die Sonder-Haftung der Zulassungsbehörden bei dem Zulassungsverfahren ausfällt.

### **B Das Comité des Bourses de Valeurs**

#### **§ 1 Rechtsstellung**

Dem Comité des Bourses de Valeurs ist eine allgemeine Aufsichts- und Leitungsbefugnis über das gesamte französische Börsenwesen über-

<sup>7)</sup> Amiens 13. 6. 1887 D.P. 87. 1. 481

<sup>8)</sup> Décret vom 7. Oktober 1890  
Unter Art. 74 Code de Commerce

<sup>9)</sup> Siehe a.a.O. Cass. Civ. 4. 12. 1877

<sup>10)</sup> Vgl. Michel Boitard: L'essor du CDBV JCP 1962, I, 1674

tragen. Seine Zuständigkeit erstreckt sich auf alle Börsenmakler (Gesetz vom 14. 2. 1942, Art. 1). Zu diesem Zweck sind ihm bestimmte administrative Aufgaben und hoheitliche Befugnisse übertragen worden.

Das Comité des Bourses de Valeurs besteht seit dem Gesetz vom 14. 2. 1942. Das neue Gesetz hat diesen Ausschuß beibehalten, jedoch seine Zusammensetzung und Befugnisse geändert<sup>11)</sup>.

## **§ 2 Die Zusammensetzung des Comité des Bourses de Valeurs**

Das neue Gesetz erweitert den Ausschuß. Seine Mitglieder sind:

1. der Gouverneur der Banque de France oder der Sous-Gouverneur als Vorsitzender;
2. der Syndic der „Compagnie des Agents de Change“ als stellvertretender Vorsitzender; alle anderen sieben Mitglieder sollen vom Finanzminister ernannt werden. Darunter müssen sich befinden:
3. der Syndic der „Compagnie des Agents de Change“ einer Provinzbörse, der die Regionalinteressen der Provinzbörsen vertreten soll;
4. zwei Vertreter des Bankgewerbes;
5. zwei Vertreter der Investment-Unternehmen oder der französischen Wertpapierinhaber;
6. ein Vertreter der Pariser „Agents de Change“;
7. ein Vertreter der Börsenangestellten. Ein Vertreter der Remisiers“ oder „gérants de portefeuilles“<sup>12)</sup> der vom Finanzministerium ernannt wird, kann mit beratender Stimme an den Sitzungen teilnehmen, in denen Fragen behandelt werden, die ihn unmittelbar interessieren. Ein Beamter des Finanzministeriums, der Directeur du Trésor, ist als Staatskommissar eingesetzt.

Das Comité des Bourses de Valeurs ist also ein öffentlichrechtliches Organ: Alle Mitglieder mit Ausnahme des Syndic sind Beamten oder werden vom Finanzminister ernannt.

## **§ 3 Befugnisse des Comité des Bourses de Valeurs im Zulassungsverfahren**

Die bedeutendste Neuerung des Gesetzes besteht darin, daß die Befugnisse des Comité des Bourses de Valeurs bei der Zulassung weitgehend erweitert wurden. Die liberale Organisation der Wertpapierbörsen wird somit weiter abgebaut.

1. Das Comité des Bourses de Valeurs entscheidet nach Stellungnahme der Chambre Syndicale über die Aufnahme von Wertpapieren in das amtliche Kursblatt oder ihre Streichung (Décret vom 31. 10. 61, Art. 3 I).

<sup>11)</sup> Décret vom 30. Oktober 1961 Art. 2 und 3

<sup>12)</sup> Die „Remisiers“ sind Vermittler, die als Haupt- oder Nebenbeschäftigung den Agents de Change Geschäfte vermitteln ohne ihnen durch einen Arbeitsvertrag gebunden zu sein.  
(Art. 19 bis des Gesetzes vom 14. 2. 1942, unter Art. 74 C. Com.)

2. Das Comité des Bourses de Valeurs kann auch Wertpapiere von Amts wegen in das amtliche Kursblatt aufnehmen oder aus dem amtlichen Kursblatt streichen (Décret vom 31. 10. 61, Art. 3 IV).

Es ist somit möglich, ohne Antrag, sogar ohne Bewilligung des Ausgebers, Wertpapiere in den amtlichen Handel einzuführen oder aus dem amtlichen Handel zurückzuziehen. Die Streichung eines Wertpapiers aus dem Kursblatt erfolgt in der Regel ohne Antrag und in bestimmten Fällen sogar gegen den Willen der Gesellschaft, nämlich wenn sie ihren Publizitätspflichten nicht nachgekommen oder der Umsatz ihrer Wertpapiere nicht ausreichend ist, um eine ordnungsmäßige Notierung zu gewährleisten<sup>13</sup>). Anders verhält es sich mit der Aufnahme eines Wertpapiers in das amtliche Kursblatt. Dies könnte darauf beruhen, daß die Aussteller in jedem Falle an der amtlichen Notierung ihrer Papiere interessiert sind. Das ist jedoch nicht immer der Fall. Der amtliche Handel bietet einen Vorteil für Gesellschaften, die Wertpapiere unterzubringen haben und dadurch einen größeren Kreis von Interessenten erreichen können. Gesellschaften dagegen, deren Wertpapiere bereits untergebracht sind, legen oft keinen Wert auf den amtlichen Handel, durch den ihre Effekten zum Gegenstand einer Spekulation werden könnten. Dieses Recht, Wertpapiere auch ohne Antrag in das amtliche Kursblatt aufzunehmen, hatte die Chambre Syndicale bereits beansprucht, als sie noch Zulassungsbehörde war. Es wurde jedoch von den Gesellschaften bekämpft<sup>14</sup>) und wurde Gegenstand eines Rechtsstreits, der zu Gunsten der Chambre Syndicale entschieden worden ist<sup>15</sup>). Die Gesellschaften hatten den Standpunkt vertreten, daß das Recht der Zulassungsbehörde ihr Persönlichkeitsrecht verletze. Man könne eine juristische Person nicht zwingen, ihre Wertpapiere der Öffentlichkeit anzubieten, zumal damit auch gesetzliche Pflichten wie Publizitätspflichten verbunden seien. Demgegenüber führte das Gericht aus,

1) das Wertpapier sei seiner Natur nach zum Börsenhandel bestimmt und es stehe nicht im Ermessen der Gesellschaft, die Umsatzfähigkeit der von ihr ausgestellten Wertpapiere einzuschränken;

2) es liege außerdem im Interesse des einzelnen Aktionärs, daß sein Wertpapier börsenmäßig gehandelt werde, zudem im Interesse des Wertpapiermarkts, daß alle bedeutenden Aktiengesellschaften an ihm vertreten seien.

Von ihrem Recht, Wertpapiere von Amts wegen in ihr Kursblatt aufzunehmen, hat die Zulassungsbehörde in der Praxis nur selten Gebrauch gemacht und zwar im allgemeinen nur bei zusätzlichen Zulassungen von Ausstellern, deren Wertpapiere bereits amtlich gehandelt wurden.

3. Hinsichtlich des Handels von ausländischen Wertpapieren kann das Comité des Bourses de Valeurs in bestimmten Fällen, die im Teil IV dieser Arbeit aufgeführt sind, von dem allgemeinen Einführungsverbot, das

---

<sup>13</sup>) Vgl. S. 66 und 67 dieser Arbeit.

<sup>14</sup>) insb. durch den nationalen Verein der Aktiengesellschaften (Association Nationale des Sociétés par Actions, ANSA).

<sup>15</sup>) Trib. Civ. Seine 24. 6. 1936 D.P. 38. II. 96/102, note Carbonnier.

durch das Gesetz von 1916 ausgesprochen wurde<sup>16)</sup>, eine Ausnahme zulassen. Somit ist das Comité des Bourses de Valeurs vollkommen Herr über das Kursblatt. Die Beschlüsse des Comité, die mit Gründen versehen sein müssen, sind endgültig; sie können nur durch Klage wegen Ermessensüberschreitung vor dem Verwaltungsgericht angefochten werden.

#### **§ 4 Die Kontrolle der Beschlüsse des Comité des Bourses de Valeurs**

Gemäß Art. 3 und 5 des Gesetzes vom 14. 2. 1942 vertritt der „Directeur du Trésor“ die Interessen des Staates bei dem Comité des Bourses de Valeurs. Ist er mit einem Beschluß nicht einverstanden, so kann er innerhalb von vier Tagen eine zweite Beratung des Comité veranlassen. Er kann auch innerhalb von vier Tagen nach Erlaß des ersten — oder im Falle einer zweiten Beratung — des weiteren Beschlusses ein Veto einlegen. In diesem Falle kann die Zulassung nicht erfolgen.

## **II. Kapitel: Die Zulassungsbehörden in der Bundesrepublik Deutschland**

### **A. Die Zulassungsstelle**

Nach § 36 BG erfolgt die Zulassung durch eine Kommission (Zulassungsstelle), deren Mitglieder mindestens zur Hälfte aus Personen bestehen müssen, die sich nicht am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen. Durch das Börsengesetz wurden an allen Wertpapierbörsen Deutschlands Zulassungsstellen eingeführt.

#### **§ 1 Rechtsstellung**

Das Börsengesetz bezeichnet die Zulassungsstelle als eine „Kommission“, also ein Kollegium, dessen Zusammensetzung durch die Börsenordnung bestimmt wird. Sie ist eine amtliche Stelle, die kraft Gesetzes an jeder Börse besteht und der bestimmte administrative Aufgaben einschließlich bestimmter hoheitlicher Befugnisse delegiert sind. Die Zulassungsstelle wird allgemein auch als „Börsenorgan“ bezeichnet. Nach Göppert<sup>17)</sup> handelt es sich um „amtliche Stellen mit behördlichen Charakter, die ihnen unmittelbar durch die Rechtsordnung übertragene Aufgaben ausüben“.

Huber<sup>18)</sup> bezeichnet sie als „beliehene Stellen“, d.h. außerhalb der Organisation der öffentlichen Verwaltung gebildete Stellen, auf die durch gesetzliche Delegation bestimmte Aufgaben einschließlich bestimmter Hoheitsbefugnisse delegiert worden sind. Man könnte sie als öffentliche Behörden bezeichnen, vorausgesetzt, daß der Begriff „öffentliche Behörde“ gegenüber dem üblichen Begriff erweitert und darunter auch eine Behörde

<sup>16)</sup> Vgl. S. 98 dieser Arbeit.

<sup>17)</sup> Göppert: a.a.O. S. 182 ff;

<sup>18)</sup> Huber: Wirtschafts-Verwaltungsrecht, 1953 Band I S. 631.

ohne staatlichen Charakter, aber mit öffentlichrechtlicher Verwaltungs- und Rechtsprechungsbefugnis verstanden wird. Es handelt sich also um eine Behörde, die nicht streng in den hierarchischen Behördenaufbau des Staates eingegliedert, sondern verhältnismäßig selbständig ist. Das einzelne Mitglied steht also nicht in einem öffentlich-rechtlichen Dienstverhältnis. Es hat nicht den Status eines Beamten und kann die Mitgliedschaft durch freiwillige Niederlegung beenden.

Die Zulassungsstelle hat dem Börsenvorstand einen Teil seiner Aufgaben abgenommen. Ihre Rechtsstellung innerhalb des Börsenorganismus läßt sich dahin bestimmen, daß sie den Börsenträger in den die Zulassung von Wertpapieren betreffenden Angelegenheiten vertritt. Daher verfügt sie über eine gewisse Selbständigkeit: sie erläßt selbst ihre Geschäftsordnung, die jedoch von dem Börsenträger genehmigt werden muß, trifft allein ihre Entscheidungen und erläßt Beschlüsse, die keiner Begründung bedürfen.

## § 2 Zusammensetzung

1. Über die Zusammensetzung der Zulassungsstellen im allgemeinen schreibt das Gesetz nur vor, daß die Personen, die sich am Börsenhandel beteiligen, nicht mehr als die Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle ausmachen dürfen. Diese Vorschrift bezweckt, neben den Interessen der Börsen und Banken auch die des kaufenden Publikums vertreten zu lassen. Das Gesetz hat das entscheidende Gewicht auf die berufsmäßige, nicht gewerbsmäßige Beteiligung am Börsenhandel gelegt, um die Beschränkung des § 36 I BG auch auf die Vorstandsmitglieder der mit dem Wertpapierhandel befaßten juristischen Personen zu erstrecken<sup>19)</sup>. Die Aufsichtsratsmitglieder der Banken und die Personen, die sich am Börsenhandel beteiligen, ohne durch ihren Beruf darauf angewiesen zu sein, fallen jedoch nicht unter die Ausschließung.

An dieser Einschränkung wurde oftmals Kritik geäußert:

Göppert<sup>20)</sup> wirft dieser Vorschrift vor, daß sie entgegen der Absicht des Gesetzgebers den Einfluß der großen Banken, deren Aufsichtsratsmitglieder nicht durch die Ausschließung betroffen sind, verstärkt und den der kleinen und mittleren Bankiers, die an den Emissionen kaum beteiligt sind, zurückdrängt. Heute ist diese Vorschrift des Börsengesetzes jedoch nur noch von geringer Bedeutung, da das kaufende Publikum durch andere Maßnahmen als die Zusammensetzung der Zulassungsstellen (insbesondere durch umfangreichere Publizitätspflicht) geschützt wird.

Im einzelnen wird die Zusammensetzung der Zulassungsstelle durch die Börsenordnung der betreffenden Börse geregelt. In einigen Börsenordnungen ist bestimmt, daß die Mitglieder der Zulassungsstelle gewählt werden. Die Art der Wahl ist jedoch nicht einheitlich geregelt, In anderen ist vorgeschrieben, daß die Mitglieder durch den Börsenvorstand oder die

---

<sup>19)</sup> Nussbaum: a.a.O. § 36 IV c.

<sup>20)</sup> Göppert a.a.O. S. 213.

Aufsichtsführende Handelskammer ernannt werden. In Frankfurt am Main bestimmt die Börsenordnung vom 1. April 1963<sup>21)</sup> daß die Zulassungsstelle aus mindestens zwölf Mitgliedern bestehen muß, zu denen bei Bedarf stellvertretende Mitglieder treten können. Die Mitglieder, die berufsmäßig Wertpapierhandel betreiben, werden von dem Börsenvorstand, die anderen von der Industrie- und Handelskammer auf drei Jahre ernannt.

Inwieweit die Forderung, daß von den Mitgliedern der Zulassungsstelle mindestens die Hälfte nicht berufsmäßig am Börsenhandel beteiligt sein darf, auch für die Beschlußfähigkeit der Zulassungsstelle gilt, wird im Gesetz nicht gesagt. Es wird allgemein angenommen, daß bei ordnungswidriger Zusammensetzung gefaßte Beschlüsse mit der Beschwerde an die Aufsichtsbehörde angefochten werden können, sie sind jedoch nicht von Rechts wegen ungültig.

## 2. Ausschließung einzelner Mitglieder

Das Gesetz beschränkt sich hinsichtlich der Wahrung der allgemeinen Interessen jedoch nicht auf Bestimmungen über die Aufnahme von Mitgliedern in die Zulassungsstelle, sondern es schreibt auch vor, daß unter gewissen Umständen Mitglieder von ihrer Tätigkeit entbunden werden müssen und zwar dergestalt, daß diejenigen Mitglieder der Zulassungsstelle von der Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel ausgeschlossen sind, die an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind. Dem Sinn des Gesetzes entspricht es, im Interesse voller Objektivität der zu fällenden Entscheidung den Begriff der Beteiligung weit zu fassen<sup>22)</sup>.

Es sind in jedem Falle ausgeschlossen die Konsortialbeteiligten, die Inhaber und Verwaltungs- also auch Aufsichtsratsmitglieder des Unternehmens, deren Wertpapiere zugelassen werden sollen oder von der die Emission ausgeht. Entstehen Zweifel darüber, ob ein Fall der Ausschließung vorliegt, so hat darüber die Zulassungsstelle zu entscheiden<sup>23)</sup>.

Das Gesetz bestimmt, daß für die ausscheidenden Mitglieder „Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung“ zu berufen sind<sup>24)</sup>.

Die unzulässige Mitwirkung eines ausgeschlossenen Mitgliedes macht die Entscheidung nicht unwirksam, berechtigt aber zur Beschwerde.

## § 3 Aufgaben und Pflichten der Zulassungsstelle

Der Zulassungsstelle ist eine allgemeine Prüfungs- und Informationspflicht auferlegt. Das Börsengesetz versuchte einerseits in § 36 III das Tätigkeitsgebiet der Zulassungsstelle allgemein zu umreißen; andererseits stellte es in § 44 II weitere Bestimmungen in das Ermessen des „Bundes-

<sup>21)</sup> IV. Abschnitt § 19 der BO vom 1. 4. 63.

<sup>22)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. — Unter § 36 BG, Seite 90, 4.

<sup>23)</sup> siehe oben Fußnote 22

<sup>24)</sup> Die Vorschrift wird nicht immer befolgt; die Börsenordnung von Frankfurt am Main sieht vor, § 19 (1), daß zu den Mitgliedern der Zulassungsstelle „bei Bedarf stellvertretende Mitglieder treten können“, in der Praxis werden keine solchen Mitglieder hinzugezogen.

rats“. Da der „Bundesrat“ derartige Bestimmungen durch die Zulassungs-bekanntmachung vom 4. Juli 1910 und durch weitere ergänzende Gesetze und Verordnungen erlassen hat, ist die Aufzählung des Börsengesetzes heute unvollständig.

Die Zulassungsstelle soll den Schutz des kaufenden Publikums durch folgende Maßnahmen gewährleisten:

1. Anforderung und Prüfung der Urkunden, „welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden“ (§ 36 IIIa BG)
2. Information des Publikums über die „zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse“ (§ 36 IIIb 1 BG)

Die Zulassung muß abgelehnt werden, wenn die erforderlichen Angaben nicht vollständig gemacht wurden (§ 36, IIIb 2 BG) oder wenn die Prüfung der vorgelegten Unterlagen ergibt, daß die Emission erhebliche allgemeine Interessen schädigen würde oder offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen würde (§ 36, IIIc BG).

## 1. Die Prüfungspflicht

a) Zur Prüfung wird ein Mitglied der Zulassungsstelle als Bericht-erstatte bestimmt. Ihm obliegt es, den Prospekt und die übrigen für die Zulassung eingereichten Unterlagen eingehend zu prüfen. Er ist befugt, die Beseitigung evtl. Mängel sowie weitere Angaben von dem Antragsteller zu verlangen. Er kann auch nicht vorgeschriebene Angaben im Prospekt streichen, z.B. reklameähnliche Angaben (§ 13 III Zul.Bek.). Die Stellung-nahme des Berichterstatters dient als Grundlage für den Zulassungsbe-schluß, den die stimmberechtigten Mitglieder der Zulassungsstelle in einer Sitzung oder in einem schriftlichen Verfahren fassen.

b) Über die Art, wie die Prüfung der Zulassungsstelle zu geschehen habe, wurden zwei Auffassungen vertreten. Nach der ersten<sup>25)</sup> sollte die Zulassungsbehörde die Richtigkeit der Angaben des Antragstellers und die vorgelegten Unterlagen auf ihren materiellen Wert prüfen. Praktisch ist dies jedoch nicht zu erreichen, denn die Zulassungsstelle ist nicht in der Lage, die Verhältnisse der antragsstellenden Unternehmen, die ständi-gen Änderungen ausgesetzt sind, genügend zu prüfen. Wenn eine solche Pflicht bestünde, so müßte sie ja auch mit einer Haftung der Zulassungs-stelle im Falle ungenügender Prüfung verbunden sein. Das Börsengesetz nennt aber als Haftende nur die kapitalsuchende Gesellschaft und das Emissionshaus. Es schließt somit eine Haftung der Zulassungsstelle aus. Aus diesen Gründen ist diese Auffassung abzulehnen.

Nach der zweiten<sup>26)</sup> auch „Prospekttheorie“ genannt, beschränkt sich die Aufgabe der Zulassungsstelle darauf, für die Vollständigkeit der vor-

<sup>25)</sup> Göppert a.a.O. S. 225, zitiert Max Weber: Börsenenquete, Zschrft Bdl 45, S. 81; Dr. Rich. Philipp: Die Zulassung von Wertpapieren und der Zulassungsprospekt 1924, S. 24 und Paul Jacobs: die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, Berlin 1914 S. 32.

<sup>26)</sup> Philipp a.a.O., S. 24;

zulegenden Urkunden zu sorgen, ohne jedoch eine Garantie für die Richtigkeit der Angaben zu übernehmen.

Bereits in der Begründung zum Börsengesetz, die in dieser Hinsicht mit dem Börsenenquêtebericht übereinstimmt, hieß es, die Zulassungsstelle übernehme keineswegs „auch nur eine moralische Gewähr“ für die Güte des einzuführenden Wertpapiers. Ein Teil der Literatur vertritt den gleichen Standpunkt. „Durch die Zulassung besagt die Zulassungsstelle nichts mehr, als daß den geltenden Bestimmungen genügt ist und daß Gründe, die nach diesen Bestimmungen zur Ablehnung führen müssen, soweit ersichtlich nicht vorliegen<sup>27)</sup>).

Andererseits ist die Prüfung der Zulassungsstelle jedoch nicht nur eine rein formelle. Denn auch aus einem formell einwandfreien Zulassungsantrag kann für die sachverständigen Mitglieder der Zulassungsstelle eine geplante Übervorteilung des Publikums unter Umständen erkennbar sein<sup>28)</sup>. Die Pflicht, das kaufende Publikum gegen eine bevorstehende Übervorteilung (§ 36, III c BG) zu schützen, gibt also auch der Zulassungsstelle das Recht, die Zulassung zu verweigern, wenn bekanntgewordene Umstände zu berechtigten Zweifeln an der Richtigkeit der Angaben Anlaß geben. Eine Haftung der Zulassungsstelle bei der Ausübung ihrer Funktionen ist gesetzlich nicht besonders vorgesehen, sie könnte jedoch auf Grund der Art. 34 GG und § 839 BGB eintreten, da es sich um eine mit hoheitlichen Funktionen betraute Stelle handelt<sup>29)</sup>.

c) Die Frage ob dem Antragsteller ein Anspruch auf Zulassung der Wertpapiere zusteht, wenn die gesetzlichen Voraussetzungen zur Zulassung gegeben sind, ist zu verneinen<sup>30)</sup>. Es steht auch beim Vorhandensein der Zulassungsvoraussetzungen grundsätzlich im pflichtgemäßen Ermessen der Zulassungsstelle, ob sie die Zulassung bewilligen will. Der Gesetzgeber hat seinen Willen deutlich dadurch zum Ausdruck gebracht, daß die Zulassungsstelle bei Ablehnung eines Antrages die Gründe dem Antragsteller nicht mitzuteilen braucht und daß die Beschwerde, die gegen die Beschlüsse der Zulassungsstelle eingereicht werden kann, gesetzlich nicht geregelt worden ist.

## 2. Die Informationspflicht

Weiterhin ist der Zulassungsstelle eine Informationspflicht auferlegt. Dies ist heute die wichtigste Aufgabe der Zulassungsstelle. Sie wird erfüllt durch die Veröffentlichungen, die die Zulassungsstelle zu veranlassen hat, insbesondere die Veröffentlichung des Zulassungsantrags und des Prospekts, d.h. einer Erklärung, die alle über die einzuführenden Wertpapiere wichtigen Angaben enthält. Die Gestaltung dieses Prospekts wurde in den letzten Jahren durch die Börsenordnungen der verschiedenen Bör-

<sup>27)</sup> Zitiert von Nussbaum, § 36 V, Kommentar zum BG 1910, Seite 158;

<sup>28)</sup> Göppert a.a.O., S. 225, Nussbaum a.a.O., S. 159.

<sup>29)</sup> Siehe Kommentar zum BGB Soergel-Siebert unter § 839 Anm. 30, 31.

<sup>30)</sup> Nussbaum a.a.O., § 36 V b

Göppert a.a.O., Seite 122

Huber a.a.O., S. 639

sen und die Geschäftsordnungen der Zulassungsstellen immer wieder ergänzt und soll im folgenden untersucht werden.

Die Zulassungsstelle sorgt weiterhin dafür, daß die Gesellschaften den übernommenen Veröffentlichungspflichten auch nach der Aufnahme ihrer Wertpapiere in das amtliche Kursblatt nachkommen.

## **B. Die Aufsicht über die Zulassungsstellen**

Die Zulassungsstelle ist der Staatsaufsicht unterworfen, die sich in verschiedenen Stufen durch die Aufsicht des Staatskommissars, der Landesregierung und der Bundesregierung auswirkt.

### **§ 1 Umfang der Aufsicht**

Die Aufsichtsbehörden können der Zulassungsstelle Anweisungen über das von ihr zu beobachtende Verfahren geben. Wieweit diese Anweisungen gehen können und ob es zu einem direkten Eingriff der Aufsichtsbehörde kommen kann, ist im Börsengesetz nicht geregelt.

Die Auslegungen sind in der Literatur verschieden. Göppert<sup>31)</sup> befürwortet eine weitgehende Aufsicht, die zu einem direkten Eingriff des Staates führen kann. Er beruft sich auf die Tendenz des Gesetzes, das besonderen Wert auf weitgehende und durchgreifende Aufsichtsführung lege, und zieht daraus den Schluß, daß die Beaufsichtigung allein, ohne Möglichkeit der entsprechenden Einwirkung, wirkungslos sei. Die Aufsicht wende sich nicht nur gegen unzulässige Handlungen, sondern sei vielmehr darauf gerichtet, daß die Zulassungsstelle die ihr nach Börsengesetz und Börsenordnung obliegenden Funktionen so ausübt, „wie es nach der Auffassung der Börsenaufsichtsbehörde sachgemäß und zweckmäßig ist“.

Danach ist die Börsenaufsichtsbehörde also befugt, sei es auf dem Wege der Beschwerde, sei es aus eigener Initiative, der Zulassungsstelle die zweckmäßig erscheinenden Anweisungen zu erteilen, oder — wenn erforderlich — die Entscheidung vorzuschreiben und unter Umständen selbst zu treffen.

Diese Auffassung ist jedoch in der Literatur auf Widerspruch gestoßen.

Huber<sup>32)</sup> spricht sich für die weitgehende Selbständigkeit der Zulassungsstelle aus. Die Börsenaufsicht habe den Zweck, die Gesetzmäßigkeit der Tätigkeit der Zulassungsstelle zu garantieren. Die Aufsichtsbehörde habe wohl die Aufgabe, die Entwicklung des Börsenwesens im Einklang mit den öffentlichen Interessen zu halten, doch nicht die Börsenverwaltung an sich zu ziehen. „Die staatliche Aufsicht, gleichviel ob sie abwehrenden oder fördernden Charakter trägt, ist Kontrolle, nicht unmittelbare Verwaltung“.<sup>33)</sup>

---

31) Göppert a.a.O., Seite 250

32) Huber: a.a.O., Seite 622

33) Huber: a.a.O., S. 622

Nach dieser Auffassung ist die Zulassungstätigkeit der Zulassungsstelle allein zu überlassen. Diese kann nicht durch eine autoritative Weisungsgewalt der Aufsichtsbehörde zu einem staatlich geleiteten Organ umgebildet werden.

Die Meinungsverschiedenheiten beider Autoren erklären sich aus den verschiedenen wirtschaftlichen Verhältnissen der Zeiten, in denen sie ihre Auffassungen veröffentlicht haben. Göpperts Auffassung<sup>34)</sup> folgte im Jahr 1932 der allgemeinen Tendenz zu einer staatlich gelenkten Wirtschaft. Seine Theorie fand daher vor allem in der Vorkriegszeit und während des Krieges Verbreitung und erlaubt dem Staat, das Zulassungswesen zu leiten und den Börsenorganen jede Selbständigkeit zu entziehen. So konnte in diesen Jahren die Emissionstätigkeit ohne Eingriff des Gesetzgebers auf Emissionen beschränkt werden, die der Kriegswirtschaft dienten.

Huber vertritt dagegen den Standpunkt der Wirtschaftsfreiheit und der Unabhängigkeit der „durch Gesetz eingesetzten öffentlichen Stellen“<sup>35)</sup>.

Heute ist es so, daß der Staat in die Tätigkeit der Zulassungsstelle fast nicht eingreift. Zu Anweisungen kommt es in der Praxis nie. Bei etwaigen Bedenken der Aufsichtsbehörde gegen einen Zulassungsantrag genügt die Ankündigung eines Einschreitens, um die Zulassungsstelle zu einer erneuten Untersuchung im Lichte der geäußerten Bedenken zu bewegen.

## § 2 Die Aufsichtsorgane

### 1. Der Bundeswirtschaftsminister

Die Befugnisse, die das Börsengesetz dem Reichskanzler oder dem Bundesrat vorbehalten hatte, stehen heute dem Bundeswirtschaftsminister zu<sup>36)</sup>. Um seine Aufsichtsbefugnisse auszuüben, ist ihm insbesondere das Recht vorbehalten, allgemeine Verwaltungsvorschriften für bestimmte Fragen der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zu erlassen (§ 44 BG). Außerdem ist er auf Grund der allgemeinen Bundesaufsicht befugt, die Landesregierung zur korrekten Ausführung der Zulassungsvoraussetzungen anzuhalten.

### 2. Die Landesregierung

Eine weitere Aufsicht über den Zulassungsausschuß wird durch die Landesregierungen ausgeübt und zwar auf Grund des allgemeinen Auf-

<sup>34)</sup> Göppert übte die Funktion des Staatskommissars bei der Wertpapierbörse Berlin aus.

<sup>35)</sup> Huber: a.a.O. Seite 622 d

<sup>36)</sup> Im Jahre 1919 gingen die Befugnisse des Reichskanzlers und des Bundesrats auf den Reichswirtschaftsminister bzw. den Reichsrat über; mit § 2 II des Gesetzes vom 11. Februar 1934 (RGB. I 89) fielen auch die Zuständigkeiten des Reichsrats an den Reichswirtschaftsminister. Gemäß Art. 129 Abs. 1 GG stehen dem Bundeswirtschaftsminister alle Befugnisse des früheren Reichswirtschaftsministers zum Erlaß von Rechtsverordnungen und allgemeinen Verwaltungsvorschriften sowie zur Vornahme von Verwaltungsakten nach Maßgabe des Börsengesetzes zu.

sichtsrechts, das § 1 BG den Landesregierungen einräumt<sup>37)</sup>. Die Ausübung dieses Aufsichtsrechts setzt voraus, daß die Landesregierung die Möglichkeit hat, sich über alle Angelegenheiten der Tätigkeit der Zulassungsstelle hinreichend zu informieren.

Aus diesem Grund wird die Landesregierung ihr Informationsrecht selten selbst ausüben, sondern hierzu einen Staatskommissar bestellen.

### 3. Der Staatskommissar

Das Börsengesetz schreibt bereits vor (§ 2), daß bei jeder Börse ein Staatskommissar als Organ der Landesregierung einzusetzen sei. Auf seine Bestellung kann jedoch im Einzelfall verzichtet, auch kann seine Zuständigkeit auf die Obliegenheiten im ehrengerichtlichen Verfahren beschränkt werden (§ 2 II BG). Die Zustimmung des früheren Bundesrats bzw. Reichsrats ist gemäß § 2 I des Gesetzes über die Aufhebung des Reichsrats vom 14. Februar 1934 (RGBl. I S. 89) ersatzlos weggefallen. Die Anordnung der Beschränkung der Befugnisse des Staatskommissars sowie der Verzicht auf dessen Bestellung sind somit allein Sache der Landesregierung<sup>38)</sup>. Die Bestellung des Staatskommissars erfolgt, obwohl dies vom Gesetz nicht ausdrücklich bestimmt wurde, durch die Landesregierung.

Der Staatskommissar ist somit ein Vermittlungsorgan zwischen Regierung und Zulassungsstelle. Er ist Landesbeamter, also keine selbständige Aufsichtsinstanz, vielmehr gehört er der Börsenaufsicht der Landesregierung an (§ 1 II BG) und soll eine wirksame Handhabung der Börsenaufsicht ermöglichen.

Die Zuständigkeit des Staatskommissars in Bezug auf die Beaufsichtigung der Zulassungsstelle erstreckt sich im wesentlichen auf die Beobachtung ihrer Zulassungstätigkeit. Es liegt ihm ob, auf die Befolgung der Gesetze, Verordnungen und Verwaltungsbestimmungen zu achten (§ 2 I 4 BG).

Um seine Funktion ausüben zu können, ist er berechtigt, den Beratungen der Zulassungsstelle beizuwohnen und sie auf Mängel aufmerksam zu machen. Er kann sich an den Beratungen mit beratender Stimme beteiligen, muß also gehört werden (es versteht sich von selbst, daß man ihm nicht nur die Teilnahme an den Beratungen gestattet, sondern ihn auch zu dieser Teilnahme auffordert<sup>39)</sup>).

---

37) Die Aufsichtsbefugnisse waren zwar durch die Verordnung über die Börsen, Hypothekenban- und Schiffbankaufsicht vom 28. September 1934 (RGBl. I 863) auf den Reichswirtschaftsminister übergangen. Nach Art. 83 GG, der die Ausführung der Bundesgesetze den Ländern zuweist, sind die Aufsichtsbefugnisse der Landesregierungen wieder hergestellt (vgl. oben S. 43).

38) Meyer-Bremer a.a.O. unter § 2, Seite 17 & 18, 2. und 7.

39) § 2 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse bestimmt, daß der Staatskommissar zu den Sitzungen der Zulassungsstelle einzuladen ist. Da aber das Zulassungsverfahren schriftlich erfolgt und die Zulassungsstelle nur selten zusammentritt, wird ihm das von der Zulassungsstelle ausgefertigte Gutachten und der Bericht über die Stellungnahme der verschiedenen Mitglieder zugeschickt.

### **III. Kapitel:**

## **Vergleich der Organisation und Funktion der Zulassungsbehörden in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

Die vergleichende Gegenüberstellung der Organisation der Zulassungsbehörden in Frankreich und in der Bundesrepublik führt zu folgenden Ergebnissen:

#### **§ 1 Unterschiede in der Bestimmung und Organisation der Zulassungsbehörden**

1. In Frankreich wurden den schon bestehenden und noch mit anderen Funktionen betrauten *Chambres Syndicales* des *Agents de Change* und *Comité des Bourses de Valeurs* zusätzlich die Funktion von Zulassungsstellen übertragen. In der Bundesrepublik dagegen wurden besondere Behörden zum Zweck der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel ins Leben gerufen. Dieser Unterschied geht aus der in dem I. Teil der Arbeit ausgelegten historischen Entwicklung der Börsen und des Zulassungsverfahrens hervor.

2. In Frankreich findet das Zulassungsverfahren vor zwei Instanzen statt. Die Prüfung der Anträge erfolgt durch die an jeder bedeutenden Wertpapierbörse bestehenden *Chambres Syndicales*, der Zulassungsbeschluß ergeht jedoch durch einen *Zentralausschuß*, das *CDBV*. In der Bundesrepublik spielt sich das Zulassungsverfahren an jeder Wertpapierbörse bei einer einzigen Behörde: der Zulassungsstelle ab, die die Anträge prüft und zugleich den Beschluß erläßt.

3. Die Zusammensetzung der Zulassungsbehörden ist in beiden Ländern verschieden. Die Zusammensetzung des *CDBV* ist gesetzlich vorgeschrieben. Die Mitglieder werden, mit Ausnahmen von einem, vom Finanzminister ernannt und fassen ihre Beschlüsse unter dem Vorsitz eines hohen Beamten, der den Finanzminister vertritt. In der Bundesrepublik dagegen werden die Mitglieder der Zulassungsstellen gewählt oder vom Börsenvorstand ernannt.

#### **§ 2 Unterschiede in der Ausübung der Funktionen der Zulassungsbehörden:**

In Frankreich und in der Bundesrepublik ist den Zulassungsbehörden eine Prüfungs- und Informationspflicht auferlegt. Weiter steht ihnen eine allgemeine Aufsichtspflicht auf das Kursblatt zu, mit dem Recht, unter bestimmten Voraussetzungen ein Wertpapier daraus zu streichen.

## 1. Die Prüfungspflicht

### a) Der Umfang der Prüfung

Obwohl die Prüfungspflicht in beiden Ländern den gleichen Zweck verfolgt, wurde sie rechtlich verschieden geregelt. In Frankreich bestimmt das Gesetz, daß die Chambres Syndicales weitgehend frei seien in der Bestimmung der Unterlagen, die sie von den Antragstellern zu fordern haben. Die Zulassungsstellen der deutschen Börsen müssen sich dagegen an die Bestimmungen des Börsengesetzes und der Zulassungsbekanntmachungen halten. In der Tat wurden die rechtlichen Vorschriften so ausgelegt, daß die praktische Ausführung der Prüfungspflicht in beiden Ländern sehr ähnlich zugeht. In Frankreich haben die Chambres Syndicales und vor kurzem das CDBV Richtlinien ausgearbeitet, an die sie sich weitgehend halten. In der Bundesrepublik haben die Zulassungsstellen von der ihnen erteilten Befugnis, über die Vorschriften der Zulassungsbekanntmachung hinaus, weitere Auskünfte zu verlangen, Gebrauch gemacht, um die Zulassungsvoraussetzungen den heutigen Verhältnissen anzupassen. Wie aus den Auslegungen des III. Teils der Arbeit hervorgeht, sind aus Zweckmäßigkeitsgründen die Zulassungsvoraussetzungen in beiden Ländern sehr ähnlich.

### b) Art der Prüfung

Nach der Rechtsprechung des Endes des letzten Jahrhunderts (es gibt keine jüngere) haben in Frankreich die Chambres Syndicales die Unterlagen, die ihnen vorgelegt werden, auch materiell zu prüfen. Diese Pflicht ist durch eine entsprechende Haftung bekräftigt. In Deutschland hat sich dagegen die „Prospekttheorie“<sup>40)</sup> durchgesetzt, nach der den Zulassungsstellen nur eine formelle Prüfung zukommt. Aber auch auf diesem Gebiet hat die praktische Ausübung der Zulassungsfunktion in beiden Ländern die rechtlichen Unterschiede ausgeglichen. In Frankreich wurde die materielle Prüfung der Chambres Syndicales dadurch begrenzt, daß ihnen die Aufdeckung von Schwindelmanövern des Antragstellers nicht zugemutet werden kann. In Deutschland wurde die Prüfungspflicht über die Grenzen einer rein formellen Prüfung mit Hilfe dieser Vorschrift des Börsengesetzes ausgedehnt, daß die Zulassungsstelle das Publikum gegen eine bevorstehende Übervorteilung zu schützen habe. Demzufolge können in besonderen Fällen die Zulassungsstellen auch formell tadellose Zulassungsanträge ablehnen.

## 2. Die Informationspflicht

In Frankreich ist die Pflicht, das Publikum vor der Börsenzulassung eines Wertpapiers darüber zu informieren, auf das geringste beschränkt. Die Chambres Syndicales haben nur zu prüfen, ob die durch das Gesetz von 1907 nebst Änderungen vorgeschriebene kurze Notiz, in dem BALO veröffentlicht wurde. Die Unterlagen, die die Gesellschaften zum Zweck der Zulassung und nach Erlaß des Zulassungsbeschlusses bei den Chambres Syndicales einreichen, werden nicht veröffentlicht.

40) Vgl. Philipp a.a.O. Seite 24

In der Bundesrepublik dagegen ist in der Informationspflicht die Hauptrolle der Zulassungsstellen zu sehen. Die von den Gesellschaften vorgelegten Unterlagen werden nicht nur von den Zulassungsstellen geprüft, wie es in Frankreich der Fall ist, sondern werden auch veröffentlicht und sollen dem Publikum erlauben, sich aus eigenem Ermessen, für oder gegen den Kauf der zugelassenen Wertpapiere zu entschließen.

In Frankreich ist das Publikum weitgehend von den Zulassungsbehörden abhängig. Es ist ihm nicht möglich, sich aus den Veröffentlichungen des BALO ein Urteil über die Gesellschaft zu bilden. Es muß also den Zulassungsstellen vertrauen.

In der Bundesrepublik dagegen ist die Beurteilung eines Wertpapiers vor allem dem Publikum überlassen. Die Zulassungsstelle ist in einem gewissen Maße der Anwalt des Wertpapiers und das Publikum der Richter.

### 3. Die Befugnisse der Zulassungsbehörden

In Frankreich verfügt das CDBV über größere Befugnisse als die Zulassungsstellen der Bundesrepublik. Das CDBV erläßt letztinstanzliche Beschlüsse, während in der Bundesrepublik eine Beschwerde gegen die Beschlüsse der Zulassungsstellen möglich ist. Weiter kann das CDBV Wertpapiere von Amts wegen ohne Antrag des Ausstellers in das amtliche Kursblatt aufnehmen. In der Bundesrepublik kommt eine solche Aufnahme schon aus dem Grunde nicht in Frage, weil mit dem Antrag auf Zulassung — der in der Folge erörtert werden soll — eine Haftung des Antragstellers verbunden ist. Schließlich kann das Comité bestimmen, daß aus Zweckmäßigkeitsgründen ein Wertpapier an einer anderen Börse als der in dem Antrag genannten notiert werden soll, was den deutschen Zulassungsstellen schon auf Grund der selbständigen Verwaltungsbefugnis der Börsen nicht zusteht.

## § 3 Bewertung der beiden Regelungen

Die Börsenreform ist in Frankreich noch zu jung, um eine allgemeine Bewertung der Organisation und Funktion der Zulassungsbehörden zu erlauben (diese Regelung ist erst seit dem 1. Januar 1962 in Kraft).

Als zweckmäßig könnte sich die Ausgestaltung des CDBV als Zentralorgan erweisen, die die vorherige Zersplitterung und Uneinheitlichkeit an den verschiedenen Wertpapierbörsen abgeschafft hat. Insbesondere bietet die Tatsache, daß ein Wertpapier nur noch an einer Wertpapierbörse notiert werden kann — was Kursunterschiede mit den darausfolgenden Spekulationsgeschäften beseitigt — Vorteile. Weiter könnte die jeweilige Spezialisierung der Pariser und Provinzbörsen in Wertpapieren von nationaler und internationaler Bedeutung und Wertpapieren lokaler Bedeutung einer zweckmäßigen nationalen und internationalen Organisation des Wertpapierhandels dienen.

Dagegen werden durch die französische Regelung die Interessen des kaufenden Publikums und der Gesellschaften zugunsten der Interessen des Staates benachteiligt. Es besteht die Gefahr, daß der Staat, der die Beschlüsse der Zulassungsbehörde vornimmt und diese durch einen Vertreter präsidiert, in allen Fällen — auch wenn es den Interessen der Börseninteressenten nicht dient — seinen Standpunkt durchsetzen wird. Weiter verletzt die Befugnis des CDBV, Wertpapiere von Amts wegen in das Kursblatt aufzunehmen, das Recht der Gesellschaften auf selbständige Verwaltung. Sollten an allen Börsen der EWG-Staaten Wertpapiere gehandelt werden, so würden ausländische Gesellschaften sicherlich an dieser Befugnis der französischen Zulassungsbehörde Anstoß nehmen.

In der Bundesrepublik ist hauptsächlich einzuwenden, daß die selbständige Organisation der Zulassungsstellen eine Zersplitterung des Zulassungswesens und eine beträchtliche Verlängerung des Zulassungsverfahrens mit sich bringt. Wenn ein Wertpapier an mehreren Börsen eingeführt werden soll, wird der Prospekt von jeder einzelnen Börse geprüft. Wenngleich die Zulassungsvoraussetzungen möglichst einheitlich geregelt sind, bleiben immer Fragen dem eigenen Ermessen der Zulassungsstellen überlassen.

Ist eine der beteiligten Zulassungsstellen mit den Ausführungen im Prospekt nicht einverstanden und hält Änderungen und Ergänzungen für erforderlich, so kann sie diese zur Auflage machen. In diesem Fall kann das Wertpapier an den übrigen Börsen so lange nicht eingeführt werden, bis der Wertpapieraussteller die Zulassungsstelle durch Erfüllung der Auflagen zufrieden gestellt hat.

Es wäre zu erwägen, ob sich die acht westdeutschen Wertpapierbörsen, die in der Arbeitsgemeinschaft deutscher Wertpapierbörsen bei anderen Fragen eng zusammenarbeiten, sich nicht zusammenschließen sollten, um eine gemeinschaftliche Zulassungsstelle ins Leben zu rufen<sup>41)</sup>.

Weiter wäre zu erwägen, ob das Zulassungswesen nicht, wie es in Frankreich der Fall ist, durch ein Zentralorgan koordiniert werden könnte, in dem Sinn, daß die bedeutendsten Wertpapiere wenigstens an den Hauptbörsen der Bundesrepublik amtlich notiert würden und die Wertpapiere lokaler Bedeutung an den jeweiligen Heimatbörsen.

---

41) Vgl. hierzu Gericke, Die Börsenzulassung von Wertpapieren, 1961 S. 268.

### III. Teil

## Das Zulassungsverfahren im allgemeinen

# I. Kapitel: Das Zulassungsverfahren in Frankreich

Alle Wertpapiere, die von Privatunternehmen ausgestellt worden sind, können erst nach einem Zulassungsverfahren amtlich an der Börse gehandelt werden. Das Verfahren gilt für erste Einführungen wie für Einführungen von neuen Serien oder jungen Aktien. Ausnahmen von dem allgemeinen Zulassungsverfahren gibt es nur in zwei Fällen:

Für die Zulassung von Wertpapieren, die vom Staat oder von Gemeinden ausgestellt worden sind (*fonds d'état*). Diese Effekten müssen von Amts wegen in das amtliche Kursblatt aufgenommen werden.

Für die Zulassung ausländischer Wertpapiere, bei der in einzelnen Punkten von den allgemeinen Bestimmungen abgewichen wird.

### § 1 Die zulassungsfähigen Wertpapiere

Es werden Inhaberpapiere und Namenspapiere an den französischen Wertpapierbörsen gehandelt. Orderpapiere (*titres mixtes*) gibt es nicht mehr<sup>1)</sup>.

Wenn Gesellschaften Namens- und Inhaberpapiere ausgeben, verlangt man, daß die Wertpapiere auf den Inhaber lauten, um sie amtlich an der Börse zu handeln. Aus diesem Grund sind im Kursblatt hauptsächlich Inhaberpapiere verzeichnet. Namenspapiere sind jedoch nicht ausgeschlossen und bilden die Regel bei Gesellschaften, deren Gesellschaftskapital noch nicht voll einbezahlt ist, Gesellschaften mit variablem Gesellschaftskapital (*sociétés à capital variable*)<sup>2)</sup>, Gesellschaften, deren Satzung ausschließlich die Ausstellung von Namenspapieren vorsieht, wie es meist bei Banken und Versicherungsgesellschaften der Fall ist, ausländische Gesellschaften, die auf Grund der Gesetzgebung ihres Landes auf den Namen lauten. In diesem Falle wird jedoch die Übertragung durch Überschreibung bei einem Sammeldepot der SICOVAM vollzogen.

Man kann weiter unter festverzinslichen Wertpapieren und Wertpapieren mit veränderlichem Ertrag unterscheiden.

1) Orderpapiere waren durch ein Gesetz vom 4. April 1926 (Art. 17 bis 23) vorgesehen. Es wurde so wenig davon Gebrauch gemacht, daß ein Gesetz vom 29. März 1941 (Art. 10) sie wieder abschaffte.

2) Gesetz vom 24. 7. 1867 Art. 3 Abs. 1, geändert durch ein Gesetz vom 1. 8. 1893 Art. 2.

Darunter sind zu verstehen:

1. Festverzinsliche Wertpapiere

- a) Anleihen der öffentlichen Hand, d.h. des Staates und der Gemeinden
- b) Anleihen der Industrieunternehmen öffentlicher oder halb-öffentlicher Art
- c) Anleihen der Privatunternehmen

Durch die Währungsunsicherheit bis zur Pinay-Reform haben sich in Frankreich Anleihen mit einer Wertbeständigkeitsklausel entwickelt (*emprunts indexés*). Diese Klausel betrifft entweder den Rückzahlungswert oder den jährlichen Zinsbetrag oder — und dies ist meist der Fall — beides zusammen<sup>3)</sup>.

2. Wertpapiere mit veränderlichem Ertrag

- a) Gesellschaftsaktien
- b) Gründer-Anteile (*Parts de fondateur* oder *Parts Bénéficiaires*)<sup>4)</sup>

Es handelt sich um nennwertlose Papiere, die daher bei der Bildung des Gesellschaftskapitals nicht mitwirken. Sie gewähren ihrem Besitzer keine Beteiligung an der Gesellschaft, sondern nur das Recht auf einen Teil des Jahresverdienstes. Ihr Zweck ist, die Gründer der Gesellschaft für Ihre Tätigkeit zu belohnen.

- c) Wandelschuldverschreibungen (*obligations convertibles en actions*)
- d) Erdöl-Zertifikate (*certificats pétroliers*).

Diese Wertpapiere wurden durch ein Gesetz vom 26. 6. 1957 und die Durchführungs-VO vom 10. 9. 1957 eingeführt<sup>5)</sup>. Es handelt sich um Wertpapiere, die nicht von einer Gesellschaft, sondern von den Aktionären einer staatlichen oder vom Staat dazu genehmigten Erdölgesellschaft ausgegeben werden. Die Zertifikate gewähren ihren Besitzern die Hauptrechte, die der Besitz von Aktien mit sich bringt, mit Ausnahme des Stimmrechtes in den Hauptversammlungen, das weiter den Aktionären zusteht<sup>6)</sup>.

- e) Junge Aktien vor ihrer materiellen Herstellung und Aktienbezugscheine
- f) Ausländische Investment Trust Zertifikate.

---

<sup>3)</sup> Durch ein décret vom 30. Dezember 1958 ist diese Klausel jedoch in dem Sinn begrenzt worden, daß sie bei Anleiheverträgen nur gestattet ist, wenn sie sich auf den Preis der Produkte stützt, deren Fabrikation durch die Anleihe gefördert werden soll.

<sup>4)</sup> Sie sind durch das Gesetz v. 23. I. 1929 geregelt.

<sup>5)</sup> J. O. 5. 10. 57.

<sup>6)</sup> Siehe Rault, *Les Certificats Pétroliers*, *Revue trimestrielle de Droit Com.* 1957, S. 843.

In Frankreich ist die Ausgabe von Investment-Zertifikaten bis heute noch nicht gestattet. Es werden jedoch Zertifikate ausländischer Herkunft an den französischen Wertpapierbörsen gehandelt. Sie konnten bis zum Erlaß des Gesetzes vom 24. 6. 59<sup>7)</sup> an den französischen Börsen eingeführt werden. Seit dem Gesetz ist ihre Zulassung der Bewilligung des Finanzministers unterworfen.

## § 2 Allgemeine Voraussetzungen der Zulassung

Die Wertpapiere müssen selbstverständlich den gesetzlichen Vorschriften entsprechen, um amtlich notiert zu werden.

1. Aktien müssen einen Minimalnennwert von 100 F<sup>8)</sup> haben, wenn die Gesellschaft, die sie ausgestellt hat, nach dem 31. August 1949 gegründet worden ist<sup>9)</sup>. Für Gesellschaften, die früher gegründet worden sind, gelten noch die früheren Bestimmungen, die niedrigere Minimalnennwerte vorschrieben<sup>10)</sup>.

In der Praxis wird öfters die Zulassung für Aktien deren Nennwert geringer ist als 100 F beantragt.

2. Inhaberpapiere müssen voll bezahlt sein. Dagegen können Namensaktien eingeführt werden, wenn sie nur zu einem viertel bezahlt sind. In der Praxis stellen öfters Gesellschaften junge Aktien aus, die nur zu einem viertel bezahlt, jedoch gleich börsenmäßig als Namenspapiere gehandelt werden<sup>11)</sup>.

3. Genußscheine (actions d'apport), d. h. Aktien, bei denen keine Geldeinlagen sondern andere Leistungen erbracht worden sind, können erst drei Jahre nach ihrer Ausstellung gehandelt werden. Diese Vorschrift soll Spekulationen mit diesen Aktien vermeiden.

Andere allgemeine Voraussetzungen, die nicht gesetzlich vorgesehen sind, werden von der Chambre Syndicale aufgestellt:

1. Der Chambre Syndicale müssen genügend Wertpapiere zur Verfügung gestellt werden, um einen normalen Börsenmarkt zu bilden. Es besteht keine feste Regel für den Minimalstückbetrag oder das Minimalkapital. Bei Gesellschaften mittlerer Bedeutung will die Chambre Syndicale über etwa 15 bis 20 % des Gesellschaftskapitals verfügen. Bei bedeutenden Gesellschaften begnügt sie sich mit 10 bis 15 %.
2. Die Wertpapiere müssen den im Jahre 1960 ausgearbeiteten und seit dem 1. 1. 1961 in Kraft getretenen Richtlinien für den Druck von Wertpapieren entsprechen.

---

7) JO 4. 7. 59;

8) Es handelt sich um nouveaux francs;

9) Décret vom 30. 10. 1948 und Décret vom 4. 8. 1949 (Art. 28);

10) Für Gesellschaften deren Kapital höher ist als 200.000 anciens francs (2.000 F) muß der Nennwert der Aktien 100 anciens francs (1 F), für Gesellschaften mit geringerem Gesellschaftskapital, muß er 25 anciens francs (0,25 F) betragen.

11) So z.B. die Gesellschaft Machines Bull. Die jungen Aktien wurden nach Ausstellung und Zahlung des viertels als Namenspapiere gehandelt und erst einige Monate später voll bezahlt und in Inhaberpapiere umgewandelt.

Diese Richtlinien wurden aufgestellt, nachdem im Jahre 1958 eine bedeutende Zahl gefälschter Aktien der Firma Peugeot in das Sammeldepot SICOVAM aufgenommen wurden. Die SICOVAM wurde als verantwortlich erklärt und mußte die gefälschten Urkunden ersetzen. Um solche Vorkommnisse in Zukunft zu verhindern, wurden neue Richtlinien für den Druck der Wertpapiere aufgestellt, die höhere Ansprüche in Bezug auf Farbe, Papier- und Druckart, sowie die Kontrolle der gedruckten Stückzahl stellten. Die Gesellschaft ist für die Einhaltung der neuen Richtlinien verantwortlich.

Die Übereinstimmung der neugedruckten Urkunden mit den neuen Richtlinien wird durch eine besondere Stelle, das Institut Professionnel de Recherches et d'Etudes des Industries Graphiques, geprüft.

3. Das Unternehmen, das die Wertpapiere ausgibt, soll mindestens seit drei Jahren bestehen, damit der Chambre Syndicale die Bilanzen vorgelegt werden können. Es wurden jedoch Ausnahmen zu dieser Vorschrift geduldet, so z.B. bei der Zulassung der Zertifikate von Erdölgesellschaften (Cofirep, Finarep, Genarep), die unverzüglich nach Bildung der Gesellschaften amtlich an der Börse gehandelt wurden.

### **§ 3 Der Antrag auf Zulassung**

#### **1. Der Antragsteller**

Der Antrag wird von der Gesellschaft gestellt. In einzelnen Fällen, z.B. bei ausländischen Gesellschaften, kann der Antrag von einer von der Gesellschaft dazu beauftragten Bank gestellt werden. Dies geschieht jedoch nur in Ausnahmefällen.

Eine Zulassung kann aber auch ohne vorherigen Antrag der Gesellschaft durch Beschluß des CDBV erfolgen.

#### **2. Die Form und der Inhalt des Antrages**

Es gibt keine Vorschriften über Form und Inhalt des Antrages. Der Antrag wird in Form eines Briefes gestellt, den die Gesellschaft an den Syndic de la Cie des Agents de Change der betreffenden Börse richtet. Der Inhalt dieses Briefes wird von der Gesellschaft allein bestimmt.

### **§ 4 Die Anlagen zum Antrag**

Diese Urkunden werden von dem CDBV beantragt und müssen in den Akten, die die Chambre Syndicale dem CDBV überreicht, vorhanden sein. Sie sollen über die rechtliche und wirtschaftliche Lage des Ausstellers Auskunft erteilen<sup>12)</sup>.

#### **1. rechtliche Urkunden**

1. Drei Exemplare der von der hierzu ermächtigten Person beglaubigten Satzung in der gegenwärtigen Form;

---

<sup>12)</sup> Die Urkunden sollen alle in doppelten Exemplaren eingereicht werden, damit ein Exemplar in den Akten der Chambre Syndicale beliben kann, während das andere Exemplar dem CDBV überreicht wird.

2. Unterlagen der Gründung und der Kapitalerhöhungen durch Ausgabe neuer Aktien

- a) notarielle Ausfertigung der Urkunde über die Erklärung der Kapitalzeichnung und der auf die Aktien geleisteten Einzahlungen;
- b) die Liste der Zeichner;
- c) ausführliche Protokolle der Gründungshauptversammlungen und der Hauptversammlungen, die die Kapitalerhöhung beschlossen;
- d) gedrucktes Exemplar des Berichtes der mit der Prüfung der Einlagen oder der eventuellen Sondervorteile betrauten Kommissare;
- e) gesetzliche Bekanntmachungsblätter, in denen die Gründungs- oder Kapitalerhöhungsbeschlüsse zu erscheinen hatten<sup>13)</sup>

3. Ausführliche Protokolle jeder außerordentlichen Hauptversammlung und im besonderen der außerordentlichen Hauptversammlungen, die eine Erhöhung des Nennwertes der Aktien, eine Gewährung von Gratisaktien, eine Kapitalherabsetzung beschlossen oder genehmigt und allgemein die Satzung geändert haben. Entsprechende Exemplare der gesetzlichen Bekanntmachungen.

2. wirtschaftliche und finanzielle Urkunden

1. Urkunden über die Form der Effekten: annulliertes Probeexemplar der im Umlauf befindlichen Wertpapiere mit Angabe ihrer Numerierung (diese Wertpapiere müssen den Druck-Richtlinien entsprechen). Weiter muß das Protokoll des „Institut professionnel de Recherches et d'Etudes des Industries Graphiques“ sowie eine Erklärung der Gesellschaft, in der sie sich verpflichtet dem Probeexemplar gemäß drucken zu lassen, eingereicht werden;
2. Liste der Mitglieder des Verwaltungsrates;
3. Liste der Aktionäre, die mehr als 5 % des Gesellschaftskapitals besitzen;
4. Angabe der Zahl der für den Börsenmarkt verfügbaren Wertpapiere;
5. Bericht über die Investierungs- und Anleihepläne;
6. Aufzählung der Filialen und Beteiligungen mit Angabe ihrer Tätigkeit, der Höhe des Kapitals und der Prozentsatz, der sich in ihrem Besitz befindlichen Aktien;
7. Verzeichnis der auf die Aktien, gegebenenfalls auf die Anteile ausbezahlten Dividende;
8. Bilanzen, Betriebsrechnungen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Berichte der ordentlichen Hauptversammlungen der zehn letzten Jahre, wenn die Gesellschaft schon 10 Jahre besteht. Gegebenenfalls seit der Gründung wenn diese weniger als zehn Jahre zurückliegt.

---

<sup>13)</sup> Exemplar des Journal d'Annonces Légales mit der gemäß Art. 56, 57 & 59 des Aktiengesetzes vom 24. Juli 1867 erforderlichen Veröffentlichung; Exemplar des BALO mit den in Art. 3 des Gesetzes vom 30. 1. 1907 vorgesehenen Bekanntmachungen.

### 3. Der Bericht

Es muß weiter ein detaillierter Bericht über die industrielle oder kommerzielle Situation der Gesellschaft zusammen mit einem Vergleich der letzten drei Bilanzen und Erklärungen der Veränderungen von einem Rechnungsjahr zum anderen erstellt werden.

Dieser Bericht wird oft von der Finanzuntersuchungsabteilung der Bank, mit der das Unternehmen im allgemeinen arbeitet, ausgefertigt. Was außer den vorgeschriebenen Auskünften noch in dem Bericht stehen soll, wird von der Chambre Syndicale nach Besprechung mit den gesetzlichen Vertretern der Gesellschaft festgelegt. Die Auskünfte können also in Einzelpunkten für jeden Aussteller verschieden sein. In der großen Linie sind es jedoch immer die gleichen.

Im Allgemeinen enthält der Bericht:

#### a) Allgemeine und wirtschaftliche Auskünfte

1. Firmennamen
2. Gründung der Gesellschaft  
Name des Notars, bei dem die Satzung niedergelegt wurde.
3. Geschichte der Gesellschaft, Namensänderungen, Änderungen in der juristischen Form der Gesellschaft.
4. Sitz der Gesellschaft
5. Tätigkeitsbereich der Gesellschaft
6. Gesellschaftskapital, Schilderung der Entstehung des Gesellschaftskapitals, gegebenenfalls Datum und Umfang der Kapitalerhöhungen
7. Wertpapierbestand — Zahl der Vorzugsaktien (actions d'apport) und Berechtigung ihrer Erteilung
8. Vorzugsrechte der Aktionäre
9. Namen der Mitglieder des Verwaltungsrates
10. Namen der Direktoren
11. Anleihen des Unternehmens  
Höhe, Erhebungsjahr, Tilgung, Änderungen in den Anleihebedingungen, Zahlung der Zinsen
12. Notierung  
Datum der Zulassung zum amtlichen Börsenhandel der schon notierten Wertpapiere der Gesellschaft
13. Numerierung
14. Finanzdienst  
Name der Bank, die mit den Zinsscheinauszahlungen, Aufnahme der Einsprüche, Überweisungen beauftragt ist
15. Geschäftsjahr der Gesellschaft, Datum der ordentlichen Hauptversammlung, Stimmrecht der Aktionäre, Datum der Dividendenzahlung
16. Verteilung des Reingewinns
17. Beteiligungen
18. Zahl der Angestellten
19. Grundbesitz

## II. Finanzielle Auskünfte

Diese Auskünfte sind für eine Anzahl von Jahren erteilt, die von der Chambre Syndicale bestimmt wird, jedoch mindestens drei Jahre betragen muß.

1. Vergleichende Aufstellung der Gewinnverteilung der letzten Jahre
2. Vergleichende Tabelle der in den gleichen Jahren ausgezahlten Dividende
3. Vergleich der Bilanzen dieser Jahre
4. Gewinn- und Verlustrechnungen dieser Jahre
5. Amortisierungen während dieser Jahre
6. Aktien, Kursschwankungen und gezahlte Dividende während dieser Jahre
7. Höhe des Umsatzes während dieser Jahre.

### 4. Die Verpflichtungserklärungen des Antragsstellers

Um der Chambre Synd. zu erlauben, über die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens, dessen Wertpapiere sie notiert, laufend informiert zu sein, und um dem Käufer einen laufenden Umsatz der Wertpapiere und kostenlosen Bankdienst zu sichern, muß der Antragsteller einige Verpflichtungen eingehen:

a) Allgemeine Verpflichtungen, die allen Gesellschaften, deren Wertpapiere amtlich notiert werden, obliegen.

1. Verpflichtung, der Chambre Syndicale einen Bericht über jede ordentliche oder außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft zuzuleiten;
2. Verpflichtung, auf einfachen Antrag, gestützt auf eine Entscheidung der Chambre Syndicale den Umtausch der Wertpapiere vorzunehmen, die auf Grund ihres materiellen Zustandes nicht mehr geliefert werden könnten;
3. Verpflichtung, die Chambre Syndicales über alle Veränderungen in dem Leben der Gesellschaft (Satzung, Wertpapiere, Veränderungen des Gesellschaftskapitals, Ausgabe von Obligationen usw.) zu informieren, sowie über jeden Beschluß des Verwaltungsrates oder einer Hauptversammlung, der für die Börse von Interesse ist, auf dem laufenden zu halten (Zinsfälligkeit, Kapitalerhöhungen, Kapitalanforderungen, Zurückzahlungen, Tilgungen, Ausstellung neuer Coupons usw.);

Hinsichtlich im besonderen der Kapitalerhöhungen, bei denen den alten Aktionären ein Vorzugsrecht eingeräumt wird, Verpflichtung, die Ausgabedaten sowie die Zeichnungsfristen im Einvernehmen mit der Chambre Syndicale festzusetzen;

4. Verpflichtung, eine Bank in Paris mit der Verwaltung der Wertpapiere (Umtausch, Übertragungen, Umwandlungen, Zurückzahlungen) und mit der Zahlung auf die Coupons während der gesamten Dauer der Gesellschaft ohne Kosten für die Inhaber zu beauftragen. Falls das Übertragungsregister (Aktienbuch) am Sitz der Gesellschaft oder bei einem Unternehmen außerhalb von Paris geführt wird, muß die besagte Bank in Paris die Übertragungs- und Umwandlungsanträge, die in der Provinz zu erledigen sind,

erhalten und die regulierten Wertpapiere den Inhabern ohne Erhebung anderer Kosten als der steuerlichen Belastungen übermitteln;

5. Verpflichtung, die Chambre Syndicale im voraus über alle Veränderungen in der Bezeichnung der Banken, die mit der Finanzverwaltung betraut sind, zu unterrichten;
  6. Verpflichtung, alle drei Monate alle wesentlichen Auskünfte über die Tätigkeit des Unternehmens, insbesondere den Umsatz, zu veröffentlichen.
- b) Zusätzliche Verpflichtungen der Gesellschaften in Bezug auf ihre amtlich notierten Obligationen
1. Verpflichtung, die Chambre Syndicale mindestens 20 Tage im voraus über den für jede der Ziehungen vorgesehenen Termin zu unterrichten;
  2. Verpflichtung, der Chambre Syndicale 200 Listen von allen Ziehungen zu übermitteln. Diese Listen müssen die Nummern der Wertpapiere bringen, die aufgerufen, jedoch zur Rückzahlung nicht eingereicht wurden. (Angabe der Termine der schon erfolgten Tilgungen sowie die Anzahl der zur Rückzahlung aufgerufenen Wertpapiere und Übermittlung einiger Exemplare jeder Liste der so amortisierten Obligationen).

## **§ 5 Die Beschlüsse der Zulassungsstellen**

Das décret vom 31. 10. 1961 (Art. 10) bestimmt

- daß die Chambre Synd. die Unterlagen über die Zulassung und Streichung der Wertpapiere prüft;
  - daß sie ihre Stellungnahme dem CDBV übermittelt, der über die Zulassung entscheidet. Nach Prüfung der von der Gesellschaft vorgelegten Unterlagen spricht sich die Chambre Syndicale für oder gegen die Zulassung aus.
1. Ist die Chambre Synd. der Zulassung günstig, werden die Unterlagen und das Gutachten bei dem CDBV eingereicht.
  2. Spricht sich die Chambre Synd. gegen die Zulassung aus, so wird der Antrag dem CDBV nicht unterbreitet.

Das CDBV kann:

- den Antrag auf Zulassung genehmigen
- den Antrag auf Zulassung ablehnen
- die amtliche Notierung eines Wertpapiers auch ohne Antrag auf Zulassung des Ausstellers beschließen
- ein schon zugelassenes Wertpapier von dem amtlichen Kursblatt streichen.

Das CDBV hält etwa jeden Monat eine Sitzung ab und untersucht die Anträge, die ihm von den Chambres Syndicales der Pariser Börse und der

Provinzbörsen unterbreitet werden. Es erläßt einen Beschluß, der in das Protokoll der Sitzung geschrieben wird.

Es könnte sich ungünstig auswirken, daß die Stelle, die mit der Prüfung des Antrages und der Unterlagen beauftragt ist — nämlich die *Chambre Syndicale* — nicht den endgültigen Zulassungsbeschluß zu fassen hat. In der Tat wird das CDBV den Antrag selten näher untersuchen, sondern nur das Gutachten der *Chambre Syndicale* überprüfen und sich den Vorschlägen der *Chambre Syndicale* anschließen.<sup>14)</sup>

### 1) Genehmigung der Zulassung

Der Beschluß wird der Gesellschaft von der *Chambre Syndicale*, an die sie ihren Antrag gerichtet hat, verkündet.

Die Genehmigung kann auch mit Auflagen verbunden werden.

### 2) Ablehnung der Zulassung

Obwohl das Gesetz es nicht vorschreibt, fragt die *Chambre Syndicale*, bevor sie die Gesellschaft auffordert, ihre Unterlagen einzureichen, das CDBV um seine Ansicht und führt das Zulassungsverfahren nur dann weiter, wenn sich das CDBV gegenüber der Zulassung günstig äußert. Es müßte also der Fall eintreten, daß die *Chambre Syndicale* das CDBV zu einer Meinungsänderung führt.

Es könnte auch noch vorkommen, daß das CDBV die Zulassung an der Wertpapierbörse an der sie beantragt wird, nicht gestattet (im allgemeinen wird diese Börse die Pariser Börse sein), und sie an der zuständigen Provinzbörse anordnet.

Der Ablehnungsbeschluß braucht nicht mit Gründen versehen zu sein. Er wird der Gesellschaft durch die *Chambre Syndicale* verkündet.

### 3) Rücknahme der Zulassung

In welchen Fällen es zu diesem Beschluß kommen soll, ist gesetzlich nicht vorgeschrieben.

Tatsächlich wird dieser Beschluß in folgenden Fällen gefaßt:

- wenn die Gesellschaft ihren Pflichten gegenüber der *Chambre Syndicale* nicht nachkommt,
- wenn die Wertpapiere entweder aus Mangel an Angebot (weil sie sich in den Händen von wenigen Besitzern befinden) oder aus Mangel an Nachfrage keinen genügenden Umsatz erzielen und eine normale Kursbildung dadurch nicht entstehen kann<sup>15)</sup>.

---

<sup>14)</sup> Es wird zur Zeit die Frage erläutert, ob im Falle der Zulassung von jungen Aktien aus einer Kapitalerhöhung einer Gesellschaft, deren Wertpapiere schon amtlich gehandelt werden, das CDBV seine Befugnisse, die Zulassung zu gewähren oder abzulehnen, nicht der *Chambre Syndicale* übertragen könnte. Es wurde jedoch darüber noch nicht entschieden.

<sup>15)</sup> Der Umsatz der Wertpapiere wird nach jeder Börsenveranstaltung der *Chambre Syndicale* mitgeteilt. Er wird jedoch nur für die Wertpapiere, die im Terminhandel gehandelt werden, veröffentlicht.

Die Chambre Syndicale ist allein in der Lage, über die Angemessenheit einer Streichung zu urteilen. Aus diesem Grunde liegt es im Ermessen der Chambre Syndicale, die Streichung dem CDBV, das in fast allen Fällen zustimmen wird, vorzuschlagen.

Im ersten Falle, d.h. im Falle, daß die Gesellschaft ihren Veröffentlichungs- und Auskunftspflichten nicht nachkommt, wird ihr im allgemeinen eine Frist zur Nachholung eingeräumt.

Auch im Falle eines ungenügenden Umsatzes wird das Wertpapier nicht von einem Tag zum anderen von dem amtlichen Kursblatt gestrichen, sondern wird während einiger Monate nur noch wöchentlich notiert. So wie die Gründe zu einer Streichung dem freien Ermessen der Chambre Syndicale und des CDBV überlassen worden sind, bedarf auch der Streichungsbeschluß keiner Begründung.

#### 4) Rechtsmittel

In der früheren Regelung gab es eine Berufung gegen die damals von der Chambre Syndicale erlassenen Beschlüsse an das CDBV. Nun trifft das CDBV selbst die Beschlüsse. Die VO vom 30. Oktober 1961 sieht keine Rechtsmittel gegen seine Beschlüsse vor.

### § 6 Die Pflichtveröffentlichungen und die Aufnahme der amtlichen Notierung

#### 1. Die Veröffentlichungen vor der Börseneinführung

##### a) Die Bekanntmachung in dem Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO)

Das Finanzgesetz vom 30. Januar 1907 nebst Änderungen durch das Gesetz vom 25. Februar 1953 und das décret vom 3. September 1953<sup>16)</sup> schreibt in seinem Art. 3 vor, daß in Frankreich „die Emission, die Ausstellung, der Verkauf, die Zulassung auf den Markt von Aktien, Obligationen oder Effekten, gleich welche es seien, von französischen oder ausländischen Gesellschaften, sofern sie dem Publikum angeboten werden . . .“ nur nach Veröffentlichung einer Notiz in einem Nebenblatt des Amtsblattes, das Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO) erfolgen darf. Die Veröffentlichungspflicht ist durch eine entsprechende strafrechtliche und zivilrechtliche Haftung bekräftigt.

Es geht aus diesem Text hervor, daß auch die Zulassung eines Wertpapiers zur amtlichen Notierung nur nach getätigter Veröffentlichung erfolgen kann.

Das Gesetz schreibt jedoch keine Frist zwischen der Veröffentlichung und der Einführung vor.

Diese Frist ist somit sehr verschieden. Manchmal erfolgt die Aufnahme der amtlichen Notierung wenige Tage nach der Veröffentlichung der Notiz, manchmal erst Monate später. In manchen Fällen wurde schon

<sup>16)</sup> JO 31. 1. 1907, JO 26. 2. & 6. 9. 1953.

eine Notiz veröffentlicht, bevor die Zulassung zur amtlichen Notierung beantragt wurde, weil die Wertpapiere auf einem anderen Wege als dem amtlichen Börsenhandel der Öffentlichkeit angeboten wurden.

In diesem Fall reicht es, wenn die Gesellschaft einen Hinweis, der auf die früher erfolgte Veröffentlichung zurückweist und sie gegebenenfalls ergänzt, in dem BALO publiziert.

Inhalt der Bekanntmachung:

1. Firmenname
2. Angabe der Gesetzgebung (französische oder ausländische) der die Gesellschaft unterliegt
3. Sitz der Gesellschaft
4. Zweck des Unternehmens
5. Dauer der Gesellschaft
6. Höhe des Gesellschaftskapitals, Wert der verschiedenen Aktienserien und Höhe des nicht einbezahlten Kapitals
7. Beglaubigte Abschrift der letzten Bilanz oder Bescheinigung, daß noch keine Bilanz aufgestellt wurde<sup>17)</sup>
8. Aufzählung der früher ausgestellten Obligationen mit den sich darauf beziehenden Garantien<sup>18)</sup>
9. Wenn es sich um eine neue Emission von Obligationen handelt, Zahl und Wert der zu emittierenden Effekten, der sich darauf beziehende Zinssatz, der Zeitpunkt und die Bedingungen der Rückzahlung sind die Garantien der neuen Emission.  
Im Falle der Ausstellung von Wandelschuldverschreibungen Angabe der Frist oder die Fristen während der der Tausch erfolgen kann, sowie der Bedingungen des Tausches. Die Emission der aus dem Tausch erstandenen Aktien bedarf der Veröffentlichung in dem BALO<sup>19)</sup>
10. Angabe der Vorteile zugunsten der Gründer und Mitglieder des Verwaltungsrates, des Geschäftsführers oder jeder anderen Person, der Sacheinlagen und ihrer Vergütung. (Damit sind die Gründeranteile und nicht die Gehälter oder Entschädigungen, die nur den Gegenwert einer Arbeitsleistung darstellen, gemeint).
11. Form der Einberufungen zu Hauptversammlungen und Ort, wo sie stattfinden. (Dagegen müssen die sich auf die verschiedenen Aktienarten beziehenden Stimmrechte und die Bedingungen der Zulassung zur Hauptversammlung nicht veröffentlicht werden).

Diese Bekanntmachung muß sowohl bei Ersteinführungen als auch bei der Emission neuer Serien schon zugelassener Wertpapiere veröffentlicht werden.

<sup>17)</sup> Das zweite Glied dieses Satzes dient nicht der Börseneinführung die ja grundsätzlich nur nach Vorlage von drei Bilanzen zugelassen werden darf.

<sup>18)</sup> Der Zweck dieses Absatzes ist, dem Dritten die Eingriffe in das Gesellschaftsvermögen mitzuteilen. Diese Vorschrift ist jedoch ungenügend, da die Pfand- und Hypothekenrechte an andere Gläubiger als an Obligationsgläubiger nicht veröffentlicht werden müssen.

<sup>19)</sup> Décret vom 3. 9. 1953, Art. 6.

Sie ist auch im Falle von Zulassungen ausländischer Wertpapiere Vorschrift. Bei ausländischen Wertpapieren muß die Notiz noch weitere Angaben, die in der Folge erläutert werden sollen, enthalten.

Die Reklameplakate, Prospekte und Rundschreiben, die die Gesellschaft zum Zweck der schnellen Unterbringung ihrer Wertpapiere herausgibt, müssen die gleichen Angaben wie die Bekanntmachung enthalten, sowie den Hinweis auf die Nummer des BALO, in der die Bekanntmachung veröffentlicht wurde. Die Publizität in anderen Zeitungen als dem BALO muß wenigstens eine verkürzte Fassung der Bekanntmachung mit Hinweis auf die entsprechende Nummer des BALO enthalten.

### **Die Haftung nach dem Gesetz vom 30. 1. 1907 (Art. 3)**

Das Gesetz sieht eine strafrechtliche Sonderhaftung (Geldstrafe) vor.

#### **1) Verantwortliche Personen**

Für die Veröffentlichung der Notiz haften die Emittenten des Wertpapiers. Der Aussteller haftet nur, wenn er sich an der Emission der Wertpapiere und an der Veröffentlichung der Notiz beteiligt hat. Eine Unvollständigkeit des Gesetzes besteht darin, daß der Herausgeber der Notiz sie nicht unterschreiben muß. In der Praxis kann es aber schwierig sein, die haftenden Personen festzustellen<sup>20)</sup>.

#### **2) Voraussetzung der Haftung**

Es wird gehaftet, wenn der Veröffentlichung der Notiz andere Veröffentlichungen vorangegangen sind, wenn die Notiz unvollständig war oder falsche Auskünfte enthielt.

Es muß keine betrügerische Absicht des Emittenten vorhanden sein, um die strafrechtliche Haftung zu begründen. Er muß jedoch im Falle der Veröffentlichung unwahrer Information ihre Unrichtigkeit gekannt haben<sup>21)</sup>.

#### **3) Berechtigung zum Schadenersatz**

Es wird in der Rechtsprechung allgemein angenommen, daß die Auslassung oder die Unwahrheiten der Notiz von Rechtswegen die Veranlassung zur Zeichnung oder zum Erwerb der Wertpapiere darstellen. Der Gegenbeweis fällt dem Angeklagten zur Last.<sup>22)</sup>

#### **4) Die Geldstrafe und der Schadenersatz**

Die vorgeschriebene Geldstrafe hat einen strafrechtlichen und steuerlichen Charakter. Der Richter kann mildernde Umstände einräumen. Vergleiche über die Höhe der Strafe sind jedoch nicht gestattet.

<sup>20)</sup> Vgl. Rousselet & Patin, *Délits et Sanctions dans les Sociétés par Actions*, 1938; Rousseau & Gallié, *Traité Pratique de Droit Financier*, 1923.

<sup>21)</sup> Cass. Crim. 20. 7. 1926, G.P. 1926, 2, 673.

<sup>22)</sup> C. Cass. 29. 12. 1923, D. 24, 1, 510.

<sup>23)</sup> Cass. Crim. 7. 8. 1934, DH 34, S. 477; dieses Urteil der Cour de Cassation wurde nach Verweisung an die Cour d'Appel d'Amiens von dieser bestätigt — Amiens, 14. 12. 1934, GP 21. 2. 1935.

Dritte können ihre Rechte dadurch geltend machen, daß sie sich am strafrechtlichen Verfahren gegen den Kläger beteiligen. Sie können nicht die Nichtigkeit des Erwerbs, sondern nur Schadenersatz einklagen<sup>23)</sup>. Der aus dem Delikt entstandene Schaden wird durch das strafrechtliche Urteil festgesetzt und soll den Unterschied zwischen dem von dem Zeichner oder Erwerber bezahlten Preis und den gegenwärtigen Kurs des Wertpapiers darstellen.

Es steht dem Zeichner oder Erwerber jedoch offen, den Schadenersatz in einem zivilrechtlichen Verfahren einzuklagen.

#### b) Die „Notice SEF“

Der ausführliche Bericht über die wirtschaftliche und finanzielle Lage der Gesellschaft, der mit den Zulassungsurkunden bei der Chambre Syndicale eingereicht wurde, wird nach erfolgten Zulassungsbeschluß von der Chambre Syndicale gedruckt (Notice SEF).

Die Druckblätter werden dann allen großen Banken und allen Agents de Change in zahlreichen Exemplaren verteilt.

Da weder der Bericht an die Chambre Syndicale noch die Notice SEF in Zeitungen veröffentlicht werden, ist es die Aufgabe der Banken und der Agents de Change, ihre Klienten durch Überreichung der „Notice SEF“ über die Emission zu unterrichten.

#### c) Anzeige im amtlichen Kursblatt

Wenn die Chambre Syndicale einen Zulassungs- oder Streichungsbeschluß getroffen hat, muß sie, bevor die Aufnahme der amtlichen Notierung oder die Streichung erfolgen kann, dies durch eine kurze Anzeige in dem amtlichen Kursblatt ankündigen.

Wenn die Publizitätspflichten erfüllt sind, kann die amtliche Notierung aufgenommen werden.

Es gibt keine Fristvorschriften, die das Datum der Aufnahme der amtlichen Notierung an das der Veröffentlichung bindet. Der Tag der Aufnahme der amtlichen Notierung muß jedoch in der „Notice SEF“ und in der Anzeige des amtlichen Kursblattes verkündet worden sein. Den Einführungskurs bestimmt die Chambre Syndicale<sup>24)</sup>.

<sup>24)</sup> Über den Einführungskurs und die Kursbildung ist einiges zu sagen. Bis im Jahre 1960 strenge Maßnahmen von der Pariser Chambre Syndicale getroffen wurden, war jede neue Zulassung Anlaß zur Spekulation von meistens Berufsspekulanteuren. Die Käufer der ersten Tage spekulierten mit fast sicherem Gewinn darauf, daß die Zahl der Wertpapiere beschränkt war, und daß, um eine günstige Stimmung bei dem kaufenden Publikum zu schaffen, der Kurs einige Zeit „gepflegt“ werde. Die Order am ersten Tage vor Aufnahme der amtlichen Notierungen war somit zahlreicher als die Zahl der angebotenen Wertpapiere und konnten nur in einem geringen Verhältnis ausgefüllt werden. Aus diesem Grunde bestellten die Käufer am ersten Tage zehnmal mehr Stücke, als sie eigentlich kaufen wollten und hätten bezahlen können, da sie wußten, daß ihr Kaufauftrag nur teilweise ausgefüllt werden konnte. Diese Aufblähung der Kaufaufträge verhinderte jedoch eine normale Kursbildung, zumal die Käufer der ersten Tage in den nächsten Tagen ihre Wertpapiere wieder abstießen.

Um die Spekulationen einzuschränken, hat die Chambre Syndicale vorgeschrieben, daß jeder Käufer, der einen Agent de Change mit dem Kauf neu zugelassener Wertpapiere beauftragt, ihm noch vor Erfüllung des Auftrages den Gegenwert zahlen muß. Diese Maßnahme soll verhindern, daß Berufsspekulanteure nicht eine Anzahl von Wertpapieren beantragen, die sie nicht im Stande wären zu bezahlen, wenn ihr Auftrag voll ausgefüllt würde.

## 2. Die Veröffentlichungen nach der Börseneinführung

Zum Zweck der Information des Publikums wurde durch ein décret vom 4. 2. 1959<sup>25)</sup> den Gesellschaften, die den amtlichen Börsenmarkt in Anspruch nehmen werden Veröffentlichungspflichten auferlegt. Je nach dem, ob die Bilanz der Gesellschaft über 10 Millionen hinausgeht oder nicht, sind ihre Verpflichtungen verschieden.

### a) Gesellschaften deren Bilanz über mehr als 10 Millionen Francs lauten

1.) Diese Gesellschaften müssen jährlich ihre Bilanz, ihre Gewinn- und Verlustrechnungen, ihren Umsatz und Ihren Wertpapierbestand im BALO veröffentlichen (Art. I, § 1, Art. 2, und Art. 4 des décret vom 4. 2. 1959). Diese Informationen sollen innerhalb eines Monats nach Einberufung der Hauptversammlung veröffentlicht werden. Es handelt sich somit um eine Information „à posteriori“, die nicht für die Aktionäre gedacht ist, die sich vor Einberufung der Hauptversammlung ein Bild über den Gang der Gesellschaft machen wollen<sup>26)</sup>, sondern für die Börseninteressenten.

Die Hauptneuerung der VO besteht darin, daß die Gesellschaft ihren Wertpapierbesitz, wenn er eine Million Francs überschreitet, veröffentlichen muß.

Es handelt sich dabei nicht um eine globale Veröffentlichung über den Gesamtwert des Wertpapierbestandes, sondern um einen detaillierten Inventar.

2.) Weiter müssen diese Gesellschaften zweimal jährlich im BALO „kurzgefaßte und in Zahlen ausgelegte Auskünfte über den Gang des Unternehmens während des vergangenen Semesters, verglichen mit den Ergebnissen des entsprechenden Semesters des vergangenen Geschäftsjahres...“ erteilen (Art. I, § 2, des décret). Diese Veröffentlichung muß innerhalb eines Monats nach Verlauf des Semesters erfolgen. Sie soll Auskünfte über die technische, kommerzielle und gewerbliche Tätigkeit des Unternehmens, aber nicht unbedingt über finanzielle Ergebnisse erteilen. Um welche Auskünfte es sich handelt, ist durch die allgemeine Fassung des Gesetzes weitgehend dem Ermessen der Gesellschaft überlassen.

### b) Gesellschaften, deren Bilanz weniger als 10 Millionen Francs beträgt

Für diese Gesellschaften müssen keine besonderen Veröffentlichungen im BALO erfolgen. Die Aktionäre können jedoch nach der Hauptversammlung zu jeder Zeit Auskünfte über die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung, den Umsatz und das Inventar der Wertpapiere beantragen. Es muß ihrem Wunsch innerhalb zwei Wochen entsprochen werden (Art. 3, des décret).

<sup>25)</sup> JO 8. 2. 1959.

<sup>26)</sup> Die Aktionäre können nach Art. 35 des Aktiengesetzes vom 1867 nebst Änderungen 14 Tage vor der Hauptversammlung die Bilanz und Verlustrechnung am Sitz der Gesellschaft einsehen.

## II. Kapitel

# Das Zulassungsverfahren in der Bundesrepublik Deutschland

1. Grundsätzlich können Wertpapiere nur nach Ablauf eines Zulassungsverfahrens in das amtliche Kursblatt aufgenommen werden. Das Verfahren gilt sowohl für erste Einführungen als für Kapitalerhöhungen oder Konvertierungen<sup>27)</sup>.

2. Bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen gibt es jedoch in bestimmten Fällen Abweichungen von den ordentlichen Zulassungsvorschriften. Befreit vom Zulassungsverfahren sind jedoch nur die vom Staat oder von den Ländern oder von gewissen öffentlichen Körperschaften ausgegebenen Effekten. Diese sind von Amts wegen zur amtlichen Notierung zugelassen, ohne daß die Zulassungsbehörde mitzuwirken hat.

3. Bei der Zulassung ausländischer Wertpapiere stellen sich zusätzlich besondere Fragen, die in Zusammenhang mit den Problemen der Kapitalausfuhr stehen.

### § 1 Die zulassungsfähigen Wertpapiere

Auch in Deutschland werden hauptsächlich Inhaberpapiere börsenmäßig gehandelt. Namenspapiere sind im Prinzip vom Börsenhandel ausgeschlossen, es sei denn, daß das Gesetz diese Form für bestimmte Gesellschaften vorschreibt, wie z.B. bei Versicherungsgesellschaften. Alle Wertpapiere, für die der Gesetzgeber die Form als Namenspapiere nicht vorgeschrieben hat, müssen erst in Inhaberpapiere umgewandelt werden, bevor sie Gegenstand eines Börsenhandels werden können.

Es werden auch Orderpapiere amtlich gehandelt. Um ihre Übertragung zu erleichtern, ist es üblich, das letzte Indossament blanco, d.h. ohne Namensseintragung auszustellen, so daß jeder Erwerber in der Lage ist, sich als Berechtigten zu legitimieren. Orderpapiere mit Blankoindossament können also praktisch wie Inhaberpapiere gehandelt werden.

#### 1. Wertpapiere mit fester Verzinsung

- a) Anleihen der öffentlichen Hand, d.h. des Bundes, der Länder, der Gemeinden. Von Realkreditinstituten ausgegebene Pfandbriefe und Grundkreditobligationen.
- b) Obligationen von Privatunternehmungen (fast immer in der Form von Orderpapieren)

<sup>27)</sup> § 38 II BG

Unter Konvertierung versteht man bei Aktien alle Änderungen im Gesellschaftskapital (Kapitalerhöhung oder Kapitalherabsetzung), bei Anleihepapieren alle Veränderungen der Anleihebedingungen. Vgl. hierzu Göppert a.a.O. S. 232/233.

2. Wertpapiere mit veränderlichem Ertrag
  - a) Aktien
  - b) Kuxscheine
3. Zwischenformen
  - a) Vorzugsaktien mit fester Vorzugsdividende
  - b) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht
  - c) Gewinnschuldverschreibungen
  - d) Wandelschuldverschreibungen.

## § 2 Allgemeine Voraussetzungen zur Zulassung

Die Zulassung kann nur beantragt werden, wenn die Wertpapiere den im BG, in der Zulassungsbekanntmachung und in späteren Gesetzen aufgeführten allgemeinen Voraussetzungen entsprechen:

1. Der Mindestnennbetrag bei Aktien und Schuldverschreibungen ist grundsätzlich DM 100<sup>28)</sup>,
2. Das Wertpapier muß voll gezahlt sein oder seine Vollzahlung muß jederzeit zulässig sein. Eine Ausnahme ist nur für Wertpapiere von Versicherungsgesellschaften vorgesehen<sup>29)</sup>,
3. Der Geldbetrag, auf den es lautet, muß in deutscher Währung oder gleichzeitig in dieser und in einer anderen Währung angegeben werden<sup>30)</sup>,
4. Der Gesamtnennbetrag der zuzulassenden Wertpapiere muß eine bestimmte Mindesthöhe erreichen<sup>31)</sup>. Er ist, wenn die Zulassung nur an einer Börse beantragt wird, mit DM 500.000 sonst mit DM 1.000.000,— festgesetzt. Dadurch soll sichergestellt werden, daß so viele Aktien auf den Kapitalmarkt kommen, daß auch eine ordnungsmäßige Kursbildung sich vollziehen kann.

Die Zulassungsstelle kann jedoch von dem vorgesehenen Erfordernis absehen,

- wenn Wertpapiere derselben Aussteller bereits an der Börse zum Handel zugelassen sind,
- bei Anteilen einer Gesellschaft, deren Kapital herabgesetzt worden ist, wenn die Anteile der Gesellschaft vor der Herabsetzung an der Börse zum Handel zugelassen waren. Es muß jedoch noch eine ordnungs-

<sup>28)</sup> § 8 AktG.

<sup>29)</sup> § 4 I Zul. Bek.

Auf die Vollenziehung wird hier verzichtet weil das Aktienkapital bei Versicherungsgesellschaften weniger Betriebskapital als Garantiekapital ist.

<sup>30)</sup> § 4 II Zul.Bek.; die Zulassungsstelle kann von dieser Vorschrift absehen. Sie muß in diesem Fall den Kurs für die Umrechnung der fremden Währung in die deutsche Währung für den Börsenhandel festsetzen.

<sup>31)</sup> § 1 I Zul.Bek. setzte für die verschiedenen Wertpapierbörsen unterschiedliche Mindestnennbeträge fest die heute nicht mehr berücksichtigt werden.

mäßige Kursfeststellung erfolgen können. Diese Bestimmung wurde im Interesse der bisherigen Wertpapierinhaber getroffen, um ihnen den amtlichen Handel ihrer Wertpapiere nicht zu entziehen. Für nennwertlose Wertpapiere, z.B. Kuxe, Genussscheine ohne Nennbetrag, ist eine Mindeststückzahl von 1.000 vorgeschrieben<sup>32)</sup>.

5. Die Wertpapiere müssen den von den deutschen Börsen herausgegebenen Richtlinien für den Druck von Wertpapieren entsprechen<sup>33)</sup>.
6. Bei Umwandlung eines Unternehmens zur AG oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien darf die Zulassung von Aktien nur nach Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und nach der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung erfolgen<sup>34)</sup>. Die Innehaltung eines Sperrjahres für die Zulassung bestimmter Aktien zum Börsenhandel soll verhindern, daß derartige Aktien in den Börsenhandel gelangen, bevor eine begründete Beurteilung über die Entwicklung der Gesellschaft möglich ist. Sie gilt nur für Aktien, die durch Umwandlung von nicht-aktiengesellschaftlichen Unternehmen in Aktiengesellschaften geschaffen worden sind und nicht für Aktien neugegründeter Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Die Landesregierung kann jedoch diese Frist ganz oder teilweise erlassen<sup>35)</sup>.

### § 3 Der Antrag auf Zulassung

Für die Zulassung muß als erstes Verfahren ein schriftlicher Antrag bei der Zulassungsstelle der Börse, bei der das Wertpapier eingeführt werden soll, eingereicht werden<sup>36)</sup>. Dieser Antrag muß von der Zulassungsstelle veröffentlicht werden. Die Veröffentlichung erfolgt im Bundesanzeiger und in mindestens einer anderen inländischen von der Zulassungsstelle zu bezeichnenden Zeitung. Es muß sich um ein „Pflichtblatt“ d.h. eine am Börsenplatz erscheinende, für die Veröffentlichung der Pflichtbekanntmachungen der Aktiengesellschaft zugelassene Zeitung handeln. Zugleich wird der Eingang des Zulassungsantrags im amtlichen Kursblatt und durch Börsenaushang bekanntgegeben.

#### 1. Der Antragsteller

Der Antrag kann nur von einem Kreditinstitut, das an dieser Börse mit der Berechtigung zur selbständigen Teilnahme am Börsenhandel vertreten ist oder mehreren Kreditinstituten, die sich zu einem Konsortium zusammenschließen gestellt werden<sup>37)</sup>. Einzelheiten über die Antrag-

<sup>32)</sup> § 2 Zul.Bek.

<sup>33)</sup> Diese Richtlinien für den Druck von Wertpapieren sind mit Wirkung vom 1. 1. 1957 in Kraft getreten.

<sup>34)</sup> BG § 41 I.

<sup>35)</sup> BG § 41 I letzter Satz

<sup>36)</sup> BG § 38 I und Zul.Bek. § 12.

<sup>37)</sup> Zul.Bek. § 5. Diese Vorschrift war im BG nicht vorgesehen. In einigen Fällen, und gerade wenn ein Unternehmen finanziell schwach war, wurden der Antrag und der Prospekt vom Unternehmer selbst unterzeichnet. Die beteiligten Banken entzogen sich somit jeder evtl. Haftung. Die Börsenordnungen von Berlin und Frankfurt a. M. hatten deshalb schon vor der Zul.Bek. von 1910 einen Bankzwang eingeführt.

steller ergeben sich aus den jeweiligen Börsenordnungen. Ist der Aussteller selbst ein an der Börse vertretenes Kreditinstitut, so kann er selbst die Zulassung beantragen.

## 2. Die Form des Antrages

Es sind keine besonderen Vorschriften in Bezug der Form des Antrages vorhanden. Der Antrag kann in der Form eines Briefes erfolgen.

## 3. Der Inhalt des Antrages

Der Antrag muß

1. über Namen und Sitz des Wertpapierausstellers

2. über die Art und den Betrag der einzuführenden Wertpapiere Auskunft erteilen. Unter „Art der Wertpapiere“ versteht man ihre Klassifikation als Aktien, Schuldverschreibungen, Pfandbrief, Kommunalobligationen, usw. Unter „Betrag“ ist dabei der in DM ausgedrückte Gesamtbetrag der zum Börsenhandel zuzulassenden Stücke der betreffenden Emission zu verstehen. Bei Wertpapieren, die nicht auf einen Nennbetrag lauten, z.B. Kuxen und Genussscheinen ohne Nennbetrag, sollte an Stelle des Betrages die Stückzahl angegeben werden.

3. Die Börsen, an denen ein gleicher Antrag eingereicht ist oder gleichzeitig eingereicht wird, müssen angegeben werden<sup>38)</sup>. Diese Verpflichtung erstreckt sich auf alle früher bei anderen Börsen gestellten Zulassungsanträge, gleichgültig, ob schon darüber entschieden worden ist oder die Entscheidung noch aussteht. Es bedarf in diesem Fall der Zustimmung der anderen Börsen<sup>39)</sup>.

## § 4 Die Anlagen zum Antrag

Der Antrag soll nur veröffentlicht werden, wenn die Urkunden, die ihm beizufügen sind, vollkommen sind. Die wichtigste aller Urkunden ist der Prospekt.

Diese Urkunden sollen über die rechtliche, wirtschaftliche und finanzielle Lage des Antragstellers, Auskunft erteilen.

### 1. Die rechtlichen Urkunden

1) Ein Nachweis über die Rechtsgrundlage der Ausgebung der Wertpapiere, sowie über das Verhältnis zu früher ausgegebenen Werten<sup>40)</sup>.

<sup>38)</sup> § 37 Abs. 2 BG.

<sup>39)</sup> Da jede Zulassungsstelle allein über die Zulassung entscheidet, kann es vorkommen, daß die Ansprüche der einzelnen Zulassungsstellen in Bezug auf den Inhalt des Prospektes und der allgemeinen Voraussetzungen nicht die gleichen sind. Dadurch kann es dazu kommen, daß der Prospekt an den verschiedenen Börsen, an denen die Zulassung angestrebt wird, in verschiedenen Fassungen erscheint. In der Praxis versucht man das zu vermeiden, indem der Prospekt in einer für alle beteiligten Börsen geltenden Fassung gleichzeitig an den verschiedenen Plätzen, wo die Zulassung beantragt ist, veröffentlicht und die Notierung später auch gleichzeitig aufgenommen wird.

<sup>40)</sup> § 9 Ziff. 1 Zul.Bek.

Bei einem Zulassungsantrag für

- Aktien ist das ein beglaubigter Auszug der notariischen Niederschrift über die Hauptversammlung, welche die Ausgabe der neuen Aktien beschlossen hat; in gewissen Fällen auch Gründungsprotokoll und Gesellschaftsvertrag.
  - Schuldverschreibungen ist das die staatliche Genehmigung<sup>41)</sup> und ein Auszug aus der Niederschrift über die Aufsichtsratssitzung, in der die Begebung der Anleihe beschlossen wurde.
- 2) Ein beglaubigter Handelsregistrauszug nach dem neuesten Stand<sup>42)</sup>.
  - 3) Die neueste Fassung der Satzung<sup>43)</sup>
  - 4) Ein Bericht der Gründungsprüfer, wenn die Gesellschaft noch nicht zwei volle Jahre im Handelsregister eingetragen ist<sup>44)</sup>.

## 2. Die wirtschaftlichen Urkunden

Weiter sind einzureichen:

- 1) Ein Musterstück der einzureichenden Wertpapiere, Diese müssen den Richtlinien für den Druck von Wertpapieren vom 14. 12. 56 entsprechen.
- 2) Geschäftsberichte der letzten drei Geschäftsjahre<sup>45)</sup>.

## 3. Verpflichtungserklärungen des Wertpapierausstellers

Um dem Erwerber der Wertpapiere zu dienen und ihn zu informieren, muß der Wertpapieraussteller eine Verpflichtungserklärung abgeben,

- 1) daß er die Auszahlung von Zinsen oder Gewinnanteilen sowie verlost oder gekündigter Stücke und die Aushändigung neuer Zins- oder Gewinnanteilscheinbogen an einem deutschen Börsenplatz kostenfrei bewirkt<sup>46)</sup>.
- 2) daß er bei Schuldverschreibungen die Kündigungen und Verlosungen sowie einmal jährlich Verzeichnisse der früher gekündigten oder verlost, aber noch nicht eingelösten Stücke (Restantenlisten) in mindestens einer an einem deutschen Börsenplatz erscheinenden Zeitung veröffentlicht<sup>47)</sup>.

Werden diese Verpflichtungen nicht erfüllt, so kann die Zulassungsstelle die Wertpapiere vom Börsenhandel ausschließen<sup>48)</sup>. Sie kann jedoch von den Voraussetzungen in geeigneten Fällen absehen. Die Ausnahmen müssen unter Angabe der Gründe dem Staatskommissar mitgeteilt werden<sup>49)</sup>. Die Zulassungsstelle kann auch die Zulassung von der Erfüllung weiterer Voraussetzungen abhängig machen zwecks Erleichterung des Börsenverkehrs oder einer besseren Information der Wertpapiererwerber<sup>50)</sup>.

41) Die Genehmigung des Bundesministers für Wirtschaft ist nach dem Gesetz über die staatliche Genehmigung der Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen von 26. 6. 54 BGBl. I S. 147 erforderlich.

42) § 9 Ziff. 4 a Zul.Bek.

43) § 9 Ziff. 4 b Zul.Bek.

44) § 9 Ziff. 4 d Zul.Bek., §§ 25 und 26 II, Akt.G.

45) § 9 Ziff. 4 c Zul.Bek.

46) Zul.Bek. § 4, I, 3.

47) Zul.Bek. § 4, I, 4

48) Zul.Bek. § 4, IV

49) Zul.Bek. § 4, II

50) Zul.Bek. § 4, III

- 3) Eine schriftliche Erklärung der Gesellschaft über
  - Haftungsverhältnisse am Stichtag des Jahresabschlusses, die aus dem Geschäftsbericht nicht ersichtlich sind oder über wesentliche Änderungen, wenn solche eingetragen sind<sup>51)</sup>,
  - Rechtsstreitigkeiten, Patente und Betriebsstörungen.
- 4) Eine Erklärung der konsortialführenden Bank, daß ihr der Prüfungsbericht neben dem Jahresabschluß, der den Prospekt enthält, vorgelegen hat<sup>52)</sup>.

#### 4. Der Prospekt

##### a) Allgemeines

Vor der Einführung in den Börsenhandel ist ein Prospekt zu veröffentlichen, der das Publikum soweit wie möglich über die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse des Ausgebers zu unterrichten hat (§ 38 II BG).

Er ist die wichtigste Unterlage für das Zulassungsverfahren und würde als „Kernpunkt des börsengesetzlich geregelten Zulassungswesens“ bezeichnet<sup>53)</sup>. Der Prospekt ist in denselben Zeitungen zu veröffentlichen, in denen der Antrag veröffentlicht wird. Er wird von dem Erlasser und dem oder den Antragsteller(n) (d.h. dem Kreditinstitut oder den Kreditinstituten, die die Zulassung beantragen) unterzeichnet. Diese haften für die Richtigkeit der darin enthaltenen Angaben, § 45 I BG.

##### b) Inhalt des Prospekts

Der Prospekt muß im wesentlichen angeben<sup>54)</sup> bei Aktien- und Schuldverschreibungen:

###### 1) Auskunft über den Ausgeber:

- Die Firma, den Sitz, das Gründungsjahr und gegebenenfalls die in das Handelsregister eingetragenen Zweigniederlassungen der Gesellschaft (§ 6 Nr. 1 Zul.Bek.),
- den Gegenstand des Unternehmens (§ 8 Nr. I Zul.Bek.), dazu gegebenenfalls die dem Unternehmen erteilten Konzessionen einschließlich der Bedingungen, unter denen sie erteilt sind (§ 7 B Nr. 2 Zul.Bek.)
- gegebenenfalls die Rechte eines Dritten, das Unternehmen zu erwerben (§ 7 B Nr. 3)
- die Höhe des Grundkapitals (§ 8, Nr. 2 Zul.Bek.) seine Entwicklung und seine Einteilung in Stamm- und Vorzugsaktien
- das Geschäftsjahr (§ 8 Nr. 5 Zul.Bek.)
- eine Besitz- und Betriebsbeschreibung. Sie enthält Angaben über
  - a) die Größe des Grundbesitzes (Zul.Richtl. IV Ziff. 26), der bebauten und unbebauten Grundstücke,

51) § 127 II Ziff. 6 AktG

52) §§ 139, 140 AktG

53) Philipp, Die Zulassung von Wertpapieren und der Zulassungsprospekt 1924; S. 7.

54) §§ 6, 7, 8, 10, 11 Zul.Bek.

- b) die einzelnen Werke, ihre Ausrüstung und ihr Erzeugungsprogramm,
  - c) die Beteiligungen der Gesellschaft (gegebenenfalls unter Einreichung der betreffenden Bilanzen, § 128 Abs. 2, Nr. 8 AktG), das Grund- oder Stammkapital, die Höhe der Beteiligung, die ausgeschütteten Gewinne der drei letzten Jahre und das Erzeugungsprogramm,
  - d) die Anzahl der jeweilig beschäftigten Arbeiter und Angestellten, Zul.Richtl. 10 Ziff. 26,
- gegebenenfalls die Zugehörigkeit der Gesellschaft zu Interessengemeinschaften, Kartellen, Syndikaten usw., soweit es sich um Bindungen handelt, die für das Geschäftsergebnis Bedeutung haben (§ 206 a III Nr. 7 HGB).
- 2) Auskunft über die Verwaltung des ausgehenden Unternehmens:
- die Namen der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrats (§ 8 Nr. 3 Zul.Bek.). Bei letzteren auch die Angabe ihres Berufs, der Firma, in der sie tätig sind, und ihres Wohnorts sowie ihrer satzungsmäßigen Bezüge,
  - den Ort, an dem die Hauptversammlungen stattfinden (zulässig ist nur der Sitz der Gesellschaft oder ein deutscher Börsenplatz oder eine Stadt mit mehr als 100.000 Einwohnern, § 8 Nr. 13, Zul.Bek., Zul.Richtl. IV 214),
  - Ausübung des Stimmrechts in den Hauptversammlungen, insbesondere Stimmrecht der Stamm- und Vorzugsaktien (§ 8 Nr. 13, Zul.Bek., Zul.Richtl. IV Nr. 14),
  - die Art, wie die von der Gesellschaft ausgehenden Bekanntmachungen erfolgen (§ 8 Nr. 4 Zul.Bek.). Die Veröffentlichungen müssen im Bundesanzeiger und in mindestens einer Tageszeitung, die als Pflichtblatt zugelassen ist, vorgenommen werden, (§§ 12 und 16 Zul.Bek.)
  - gegebenenfalls die zu Gunsten einzelner Aktionäre bedungenen besonderen Vorteile, soweit sie in fortlaufenden Bezügen oder in der Rückzahlung von Aktien bestehen (§ 8 Nr. 7, Zul.Bek.)
  - die Vergütung an den Aufsichtsrat (§ 78 Akt.G.)
- 3) Auskunft über die finanzielle Lage des Ausgebers:
- die bei Zins-, Gewinnanteil- oder Kapitalzahlungen erfolgenden Abzüge oder Beschränkungen (§ 6 Nr. 8 Zul.Bek.)
  - die Bestimmungen über die Verteilung des Reingewinns (§ 8 Nr. 6 Zul.Bek.)
  - die in den letzten fünf Jahren verteilten Gewinnanteile (§ 8 Nr. 9 Zul.Bek., Zul.Richtl. IV Ziff. 20). Den verteilten Gewinnanteilen ist das jeweilige Grundkapital gegenüberzustellen; sofern keine Verteilung erfolgte, sind die Höhe des Gewinns und dessen Verwendung bzw. die Höhe des Verlustes und dessen bilanzmäßige Behandlung anzugeben,
  - die von einem Wirtschaftsprüfer geprüfte Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der Verteilung des Reingewinns des letzten Geschäftsjahres (§ 8 Nr. 10 Zul.Bek.). Die wichtigsten Positionen sind dabei auf Grund des Wirtschaftsprüferberichts zu erläutern.

tern. Der Bilanzstichtag darf im allgemeinen nicht mehr als 13 Monate zurückliegen; nach Ablauf von 8 Monaten ist in der Regel zusätzlich ein Status auf einen neueren Stichtag erforderlich, der vor dem Tag der Einreichung des Zulassungsantrages nicht mehr als höchstens 4 Monate zurückliegen darf,

- die Höhe der Hypothekenschulden und Anleihen, ihre Verzinsung, Fälligkeit und Tilgungsart (§ 8 Nr. 11 Zul.Bek.)
- aus der Bilanz nicht ersichtliche Haftungsverhältnisse wie Sicherungshypotheken, Übertragungen, Verbindlichkeiten aus der Begebung von Wechseln und Schecks sowie Einzahlungsverpflichtungen (ZulRichtl. IV Ziff. 23),
- die Höhe des Umsatzes in den letzten drei Jahren. Bei Werken der Grundstoffindustrie an Stelle der Geldumsätze die Förder-, Produktions- und Mengenabsatzzahlen; bei chemischen Werken kann auf die Angabe dieser Ziffern verzichtet werden (ZuRichtl. IV, Ziff. 27),
- die Aussichten für den Geschäftsgang der Gesellschaft im laufenden Jahr,

4) Auskunft über die bereits zugelassenen und die einzuführenden Wertpapiere:

- den Nennbetrag der bereits zugelassenen Werte (§ 6 Nr. 3 Zul.Bek.) die Merkmale und die Ausstattung der Stücke einschließlich der Angabe, ob die Stücke auf den Inhaber, an Order oder auf Namen lauten (§ 6 Nr. 4 Zul.Bek.)
- den Nennbetrag, die Nummer und sonstigen näher bestimmenden Merkmale und die Ausstattung der Aktien oder Schuldverschreibungen, für die die Zulassung beantragt wird (§ 6 Nr. 3 und 4 Zul. Bek.) sowie die Nummern der anhaftenden Gewinnanteilscheine,
- den für den Ertrag der Emission vorgesehenen besonderen Verwendungszweck (§ 6 Nr. 2 Zul.Bek.)
- bei Aktien den Übernahme- und Angebotskurs bei Überlassung von neuen Aktien an Aktionäre und gegebenenfalls die Ausschließung der gesetzlichen Bezugsrechte (§ 8 Nr. 12 und 13 Zul.Bek.)
- gegebenenfalls die Höhe des Agios und seine Verwendung (ZulRichtl. IV Nr. 6),
- bei Schuldverschreibungen der den Zinsscheinbogen anhaftenden Zinsscheine (§ 6 Nr. 4, Zul.Bek.)
- die Bestimmungen über die Kündbarkeit oder Unkündbarkeit sowie über die Tilgung der Schuldverschreibungen (§ 6 Nr. 5 Zul.Bek.)
- die Art der Sicherung für Kapital und Zinsen der Schuldverschreibungen und die Umstände, die für die Beurteilung der Sicherung von Bedeutung sind (§ 6 Nr. 6 Zul.Bek.)
- die wesentlichen Befugnisse, die den Inhabern der Schuldverschreibungen gegenüber dem Aussteller eingeräumt sind (Bestellung eines Pfandhalters usw.) (§ 7 B Nr. 5 Zul.Bek.)
- Angaben über Vorzugsrechte (§ 6 Nr. 7 Zul.Bek.)
- bei Aktien die Zahl- und Hinterlegungsstellen, an denen insbesondere Gewinnanteile und neue Gewinnanteilscheinbogen erhoben, Bezugsrechts ausgeübt, Aktien zur Teilnahme an den Hauptversammlungen hinterlegt sowie alle sonstigen, die Aktien betreffenden,

von einem der Gesellschaftsorgane beschlossenen Maßnahmen kostenfrei durchgeführt werden können (§ 6 Nr. 9 Zul.Bek.)

- bei Schuldverschreibungen die Zahlstellen, an denen insbesondere die Einlösung der fälligen Zinsscheine und die Rückzahlung der ausgelosten oder gekündigten Schuldverschreibungen sowie alle sonstigen die Schuldverschreibungen betreffenden Maßnahmen kostenlos durchgeführt werden können (§ 6 Nr. 9 Zul.Bek.)
- bei Schuldverschreibungen die vollständigen Anleihebedingungen, wie sie auch auf den Mänteln der Schuldverschreibungen abgedruckt sind.

Bei Zulassung von Pfandbriefen und Grundkreditobligationen kann auf verschiedene Angaben wie Verwendungszweck, Ergebnisse der letzten fünf Geschäftsjahre sowie Höhe, Fälligkeit und Tilgungsart von Verbindlichkeiten aus Grundpfandrechten oder Anleihen verzichtet werden, dagegen sind aber in § 76 Zul.Bek. zusätzliche Angaben vorgeschrieben worden. Der Prospekt muß in diesem Fall Auskunft erteilen über:

- Vermögenswerte, die zur Deckung der Schuldverschreibungen bestimmt sind: Hypotheken, Grundschulden, Forderungen und Wertpapiere sowie den Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen nach ihrem Nennwert für den Schluß des letzten Kalendervierteljahres<sup>55)</sup>;
- die wesentlichen Grundsätze für die Ermittlung des Wertes und die Beleihung von Pfandgegenständen<sup>56)</sup>;
- den Betrag, bis zu dem Schuldverschreibungen und Pfandbriefe im Verhältnis zum Grundkapital und zu den Hypotheken ausgegeben werden dürfen<sup>57)</sup>;
- die wesentlichen Befugnisse, die den Inhabern der Schuldverschreibungen gegenüber dem Aussteller eingeräumt sind (Bestellung eines Pfandhalters, Faustpfandrechts und dergl.)<sup>58)</sup>;
- die dem Staate, der Gemeinde usw. zustehenden Aufsichtsbefugnisse.

Am Schluß des Prospektes steht der sog. Zulassungsvermerk, in dem die einzuführenden Wertpapiere nochmals genau bezeichnet werden und angegeben wird, an welchen Börsen sie auf Grund des Prospekt zum Handel und zur amtlichen Notierung zugelassen worden sind. Weiter werden Monat und Jahr der Zulassung, Name und Sitze der Konsortialbanken, die bei der Börseneinführung mitgewirkt haben, aufgeführt.

### c) Bezugnahmeprospekt

Die Zulassungsstelle kann gestatten, daß in dem Prospekt über die neu einzuführenden Wertpapiere auf den früher veröffentlichten Prospekt verwiesen wird<sup>59)</sup>. Diese sog. Bezugnahme ist nicht zu verwechseln mit den Auszügen aus Prospekten, die außerhalb der gesetzlichen Ver-

<sup>55)</sup> § 7 C Ziff. 1 Zul.Bek.

<sup>56)</sup> § 7 C Ziff. 2 Zul.Bek.

<sup>57)</sup> § 7 C Ziff. 3 Zul.Bek.

<sup>58)</sup> § 7 C Ziff. 4 Zul.Bek.

<sup>59)</sup> § 11 Zul.Bek.

pflichtungen in anderen als den sog. Pflichtblättern von den Emissionshäusern veröffentlicht werden. Der Bezugnahmeprospekt ist in zwei Fällen vorgesehen:

- 1) wenn Wertpapiere des Ausstellers bereits an der Börse zugelassen sind und der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts nicht länger als ein Jahr zurückliegt. Wenn zwischenzeitlich ein Jahresabschluß festgestellt worden ist, muß dieser in den Bezugnahmeprospekt aufgenommen werden. Dieser Bezugnahmeprospekt, der im übrigen für Wertpapiere verschiedener Art gestattet ist, ist jedoch nur unter der Bedingung zulässig, daß er die jeweils notwendigen Ergänzungen enthält;
- 2) im Falle von Zinsherabsetzungen bei Anleihen. Sowohl der detaillierte Prospekt sowie der Bezugnahmeprospekt müssen in den gleichen Zeitungen wie der Zulassungsantrag veröffentlicht werden.

#### d) Die Prospekthaftung

Für Mängel eines Prospekts, die die Herausgeber zu vertreten haben, sehen die §§ 45 bis 49 BG eine Schadensersatzpflicht der Urheber gegenüber den Wertpapierbesitzern vor. Nach den allgemeinen Rechtsgrundsätzen des Bürgerlichen Rechts können die Wertpapieraussteller und die bei der Prospektausfertigung mitwirkenden Emissionshäuser in der Regel nicht haftbar gemacht werden: Selten hat der Besitzer des Wertpapiers es von dem Emissionshaus unmittelbar erworben und kann daher in der Regel keine vertraglichen Ansprüche gegen das Emissionshaus geltend machen. Noch weniger läßt sich eine Haftung des Emissionshauses aus § 826 BGB herleiten, da der Nachweis der vorsätzlichen Schädigung in solchen Fällen kaum zu führen ist. Dagegen kämen bei strafbaren Handlungen, z.B. Betrug, eine Haftung aus § 823 II BGB i.V. § 263 StGB in Betracht.

Das Börsengesetz wollte diesen Mangel beseitigen, indem es den Prospektzwang einführt und an ihn eine zivilrechtliche Haftung knüpfte. Das Bestehen dieser Haftung, auch wenn sie seit Erlass des Börsengesetzes nur selten und seit der Krise von 1931 überhaupt nicht mehr eingetreten ist, hat zur Solidität bei der Börseneinführung von Wertpapieren weitgehend beigetragen.

#### 1) Die für den Prospekt verantwortlichen Personen

Die Haftung trifft diejenigen, die den Prospekt herausgegeben haben, sowie diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, d.h. den Ausstellern und das Emissionshaus oder die Emissionshäuser (§ 45 I 1 BG); sie haften als Gesamtschuldner.

#### 2) Voraussetzungen der Haftung

##### 1. Prospekt

Es muß ein Prospekt vorliegen, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind. Darunter ist nur der Prospekt in sei-

ner endgültigen, von der Zulassungsstelle genehmigten Form zu verstehen. Unvollständigkeiten und Unrichtigkeiten in Prospektauszügen, Zirkularen und sonstigen prospektähnlichen Veröffentlichungen, die der Emittent herausgegeben hat, begründen daher nicht die Haftung nach § 45 BG, selbst wenn diese Veröffentlichungen als Prospekt bezeichnet sind.

## 2. Verschulden, böswilliges Verhalten

Die Haftung setzt ferner voraus, daß der Prospekterlasser die Unrichtigkeit gekannt hat<sup>60)</sup> oder ohne grobes Verschulden hätte kennen müssen. Grobes Verschulden liegt vor, wenn die nach den gesamten Umständen erforderliche Sorgfalt in ungewöhnlich großem Maße verletzt und das unbeachtet wurde, was jedem einleuchten mußte<sup>62)</sup>. Im Prinzip ist das Emissionshaus nicht gehalten, die Richtigkeit der Buchführung des Unternehmens, dessen Aktien eingeführt werden sollen, nachzuprüfen. Es muß jedoch dafür Sorge tragen, daß sämtliche Bücher der Gesellschaft geführt werden, die ein ordnungsgemäßer Betrieb dieser Branche erfordert<sup>62)</sup>.

## 3. Der ursächliche Zusammenhang mit dem Schaden

Zwischen der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts und dem entstandenen Schaden muß ein ursächlicher Zusammenhang bestehen. Ist dieser Zusammenhang bestritten, muß ihn der Kläger beweisen. Dieser Beweis wäre jedoch in den meisten Fällen schwer zu erbringen. Im Interesse des Käufers wurde entschieden, daß der Käufer den Prospekt nicht selbst gelesen haben muß. Vielmehr genüge es, wenn die falschen Prospektangaben eine Gesamtstimmung der am Markt mit Wertpapieren beteiligten Kreise hervorgerufen und den Käufer zum Erwerb der Wertpapiere bewegt hätten<sup>63)</sup>.

## 3) Berechtigung zum Schadensersatz

Berechtigt zum Schadensersatz ist nach § 46 III BG jeder Besitzer<sup>64)</sup> eines Wertpapiers, welches auf Grund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inland abgeschlossenen Geschäfts erworben ist unter der Bedingung, daß der Er-

<sup>60)</sup> in diesem Fall ist § 88 III BG auch anwendbar.

<sup>61)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. zu § 45 6

<sup>62)</sup> RGZ 80, 196

<sup>63)</sup> RG 19. 10. 1910 in BA 1911 S. 124. Es wird ausgeführt, daß der Schadensersatzanspruch gegeben sei, wenn „mindestens die Möglichkeit“ des Kausalzusammenhangs zwischen falschen Prospektangaben und dem Entschluß des Besitzers zum Erwerb des Wertpapiers gegeben sei. Keinesfalls kann der Anspruch dann erhoben werden, wenn der Besitzer der Wertpapiere diese bei Erscheinen des Prospekts, der ihre Zulassung bekanntgab, bereits erworben hatte.

<sup>64)</sup> Es handelt sich hier um einen Eigentumsbesitz, der auf einem entgeltlichen Geschäft beruht, § 872 BGB. Durch Aufgabe des Besitzes geht die Aktivlegitimation verloren. Es scheiden somit alle Erwerber, die nach Bekanntwerden der Fehlerhaftigkeit des Prospekts veräußert haben, aus dem Kreise der Schadensersatzberechtigten aus.

werber die Unrichtigkeiten der Angaben des Prospekts nicht kannte oder kennen mußte<sup>65</sup>).

#### 4) Umfang des Schadensersatzes

Der Schaden wird nach allgemeinen Grundsätzen des BGB bemessen. Dem Erwerber steht daher entweder der Anspruch auf Erstattung des Unterschieds zwischen dem Erwerbspreis des Wertpapiers und dem geringeren wirklichen Wert z.B. des Erwerbs oder auch, wenn anzunehmen ist, daß bei Kenntnis des wahren Sachverhalts der Erwerb überhaupt unterblieben wäre, der Anspruch auf Rücknahme des Papiers gegen Zahlung des Erwerbspreises zu<sup>66</sup>).

Die Haftung der Prospektverfasser wurde jedoch durch § 46 II BG begrenzt. Es heißt darin, daß der Ersatzpflichtige der Ersatzpflicht dadurch genügen kann, daß er das Wertpapier gegen Erstattung des von dem Besitzer nachgewiesenen Erwerbspreises oder desjenigen Kurswertes übernimmt, den die Wertpapiere z.Z. der Einführung hatten.

Abschließend bleibt noch ganz allgemein zu sagen, daß die Prospekthaftung durch keine Vereinbarung ermäßigt oder erlassen werden kann. Weitergehende Ansprüche, welche nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, bleiben unberührt (§ 48 BG). Der Ersatzanspruch verjährt in fünf Jahren seit der Zulassung des Wertpapiers (§ 47 BG).

### § 5 Die Beschlüsse der Zulassungsstelle und die dagegen vorgesehenen Rechtsmittel

Die Zulassungsstelle kann den Zulassungsantrag genehmigen oder ablehnen. Sie kann auch bereits erfolgte Zulassungen wieder zurücknehmen. Der Zulassungsbeschluß wird dem Antragsteller (der konsortialführenden Bank) zugestellt.

#### 1. Genehmigung der Zulassung

Der Genehmigungsbeschluß darf frühestens am dritten Tage nach der letzten Veröffentlichung des Zulassungsantrags erfolgen. Der Sinn der Einführung dieser Mindestfrist war, dem Publikum die Möglichkeit zu geben, der Zulassungsstelle gegenüber zu dem Antrag Stellung zu nehmen. Der Zulassungsbeschluß wird dann durch dreitägigen Aushang in der Börse veröffentlicht. Er wird auch im amtlichen Kursblatt publiziert.

65) Der Erwerber darf die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts zum Zeitpunkt des Erwerbs nicht gekannt haben. Hat er sie gekannt, öffnet ihm auch die Arglist des Emittenten kein Recht auf Schadensersatz. Ferner ist die Ersatzpflicht des Prospektausgeber ausgeschlossen, wenn der Besitzer des Papiers bei dem Erwerb die Unrichtigkeit der Angaben des Prospekts bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen mußte. Demzufolge kann der Emittent bei Verkauf von Wertpapieren gleicher Art gegenüber einzelnen Erwerbern ersatzpflichtig sein und gegenüber anderen nicht, je nach dem, ob es sich um Fachleute handelt oder Personen aus weniger geschäftsgewandten Kreisen. Auch Fahrlässigkeit oder grobe Fahrlässigkeit der Prospekterlasser gibt dem Erwerber keine weiteren Rechte.

66) Meyer-Bremer a.a.O. zu § 45, 10.

## 2. Ablehnung der Zulassung

### a) Gründe

Nach § 36 III BG und § 14 Ziff. 2 Zul.Bek. hat die Zulassungsstelle den Zulassungsantrag abzulehnen, wenn:

- die Angaben, die der Information des Publikums dienen, unvollständig sind;
- erhebliche allgemeine Interessen durch die Zulassung geschädigt würden;
- eine Übervorteilung des Publikums durch die Zulassung erfolgen würde.

Die Zulassungsbekanntmachung von 1910 (§ 14 Ziff. 2) hat zwei weitere Gründe der Ablehnung aufgeführt, und zwar wenn:

- der Zulassung Bedenken örtlicher Natur oder wichtige wirtschaftliche Bedenken entgegenstehen;
- der Zulassungsstelle Umstände bekannt sind, die eine erhebliche Benachteiligung der Erwerber der Wertpapiere oder eine Gefährdung erheblicher allgemeiner Interessen befürchten lassen.

Die Zulassungsstelle braucht dem Antragsteller die Gründe der Ablehnung nicht anzugeben. Einige Autoren sehen in dieser Bestimmung einen Beweis dafür, daß die Zulassungsstelle nach freiem Ermessen handeln kann und auch in nicht vom Gesetz vorgesehenen Fällen die Zulassung ablehnen kann<sup>67)</sup>.

### b) Mitteilung an die Vorstände der übrigen Wertpapierbörsen (§ 37 I BG)

Wenn die Zulassungsstelle einer Börse einen Antrag auf Zulassung abgelehnt hat, so muß sie ihren Beschluß den Vorständen der übrigen Börsen des Bundesgebietes mitteilen. Dabei muß angegeben werden, ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältnisse oder auch aus anderen Gründen erfolgt ist. Im letzteren Falle darf die Zulassung an einer anderen Börse nur mit Zustimmung der Zulassungsstelle, die den Antrag abgelehnt hatte, erfolgen. Die Vorschrift soll vermeiden, daß falls Anträge bei mehreren Zulassungsstellen gestellt werden, wie dies ja oft der Fall ist, die Zulassungsstellen verschieden darüber entscheiden.

## 3. Rücknahme der Zulassung

Nach § 36 IV 3 BG ist die Zulassungsstelle befugt, die Zulassung wieder zurückzunehmen. Weder das Börsengesetz noch die Zulassungsbekanntmachung sehen vor, in welchen Fällen es zu dieser Maßnahme kommen kann. Es bedarf dazu keines Antrags. Dem Sinn des Gesetzes gemäß hat die Zulassungsstelle die Befugnis, nicht die Pflicht, die zu-

<sup>67)</sup> Nussbaum, a.a.O. S. 158 unter V

Göppert, a.a.O. S. 222

Huber, a.a.O. Wirtschafts-Verwaltungsrecht, 1953 S. 639.

gelassenen Wertpapiere vom Börsenhandel bei Vorliegen der Gründe, aus denen ein Zulassungsantrag abzulehnen wäre, wieder auszuschließen. Weitere Gründe stehen im Ermessen der Zulassungsstelle wie z.B.

- ungenügende Handelbarkeit der Wertpapiere, die auf die Bildung des Kurses wirken könnte<sup>68)</sup>
- Mehrheit der Wertpapiere in der Hand einer Person oder weniger Personen;
- Nichterfüllung der übernommenen Verpflichtungen und erteilten Auflagen. Es muß jedoch in diesem Fall eine angemessene Frist zur Nachholung anberaunt werden.

Es ist nicht vorgeschrieben, daß der Beschluß auf Rücknahme mit Gründen versehen sein muß. Aus dem Text des Gesetzes ist jedoch zu schließen, daß es keiner Angabe von Gründen bedarf. Einige Börsenordnungen sehen jedoch das Gegenteil vor<sup>69)</sup>. Ob eine Veröffentlichung des Beschlusses und weiterhin der Aushang an der Börse erforderlich ist, wird von den Börsenordnungen verschieden entschieden<sup>70)</sup>.

#### 4. Rechtsmittel

##### a) Beschwerde

§ 36 IV 2 BG schreibt vor, daß Bestimmungen über die Zulässigkeit einer Beschwerde gegen Entscheidungen der Zulassungsstelle durch die Börsenordnungen getroffen werden. Die Börsenordnung hat somit darüber zu entscheiden:

- ob die Beschwerde als Rechtsmittel statthaft ist,
- bejahendenfalls, welche Stelle als Beschwerdeinstanz eingesetzt ist,
- ob die Beschwerde an eine Frist gebunden ist.
- ob sie nur gegen Entscheidungen bestimmter Art oder ohne solche Beschränkung zulässig ist,
- wie das Verfahren im einzelnen geregelt ist.

Eine Beschwerde ist in den Börsenordnungen aller Wertpapierbörsen des Bundesgebiets vorgesehen. Die Beschwerdeinstanz ist überall die Aufsichtsbehörde. Eine Frist zur Einlegung der Beschwerde muß nicht vorgeschrieben werden. Mit Ausnahme der Stuttgarter Börsenordnung räumen jedoch alle Börsenordnungen eine Frist von 14 Tagen oder einem Monat ein. Einige Börsenordnungen sehen die Anfechtung aller Beschlüsse der Zulassungsstelle vor, andere beschränken das Anfechtungsrecht entweder auf Ablehnungs- oder Rücknahmebeschlüsse oder nur auf Ablehnungsbeschlüsse. Die Berechtigung, die börsenordnungsmäßige Beschwerde einzulegen, steht mangels einer anderweitigen Re-

68) Seit Juni 1962 werden die an den deutschen Wertpapierbörsen getätigten Umsätze veröffentlicht.

69) Börsenordnung Hamburg, Verfahrensvorschriften § 21.

70) Z.Z. enthält nur die Börsenordnung Hamburg eine Pflicht zum Börsenaushang.

gelung in der Börsenordnung nur demjenigen zu, der die Zulassung der Wertpapiere beantragt hat.

Die Bestimmung des § 36 II BG bezüglich des Ausschlusses Beteiligter von der Beratung und Beschlußfassung ist auch auf die Beschwerdeinstanz auszudehnen. Mitglieder der Beschwerdeinstanz, die als Mitglieder der Zulassungsstelle an der angefochtenen Entscheidung mitgewirkt haben, dürfen an der Entscheidung über die Beschwerde nicht mitwirken.

Die Beschwerdeinstanz kann, wenn die Beschwerde nicht zurückzuweisen ist, sowohl die angefochtene Entscheidung abändern, also auch die Zulassung aussprechen, als auch die Sache, gegebenenfalls mit bindender Weisung, für eine anderweitige Entscheidung an die Zulassungsstelle zurückverweisen. Die Entscheidung hat keine aufschiebende Wirkung, es sei denn, dies wäre in der Börsenordnung ausdrücklich vorgesehen. Dagegen kann die Beschwerdeinstanz oder die Zulassungsstelle den Vollzug des Zulassungsbeschlusses im einzelnen Fall bis zur Erledigung der Beschwerde durch besondere Anordnung aussetzen.

#### b) Klage beim Verwaltungsgericht

Die Entscheidungen der Zulassungsstelle können als Verwaltungsakte durch Klage beim Verwaltungsgericht angegriffen werden.<sup>71)</sup>

### § 56 Die Pflichtveröffentlichungen und die Aufnahme der amtlichen Notierung

#### 1. Die „Pflichtblätter“

Umstritten ist die Frage der Bekanntmachungs- oder „Pflichtblätter“, d.h. der Zeitungen, die von den jeweiligen Börsen für die Veröffentlichungen der Gesellschaften als geeignet bezeichnet werden.<sup>72)</sup>

<sup>71)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. unter § 36, 11 S. 97. Mit ihrer Entscheidung erfüllt die Zulassungsstelle öffentlich-rechtliche Funktionen. Ihre Entscheidung ist ein Hoheitsakt der in gleicher Weise mit der Klage im Verwaltungsstreitverfahren angegriffen werden kann wie Verwaltungsakte staatlicher oder körperlicher Behörden.

<sup>72)</sup> Der Entwurf einer Zulassungs-Verordnung vom Dezember 1959 sah vor, daß, falls die Veröffentlichung in einem Bekanntmachungsblatt keine hinreichende Gewähr für die Unterrichtung des Publikums bieten sollte, Veröffentlichungen in einer anderen geeigneten inländischen Zeitung angeordnet werden könnten. So sind z.B. bei der Emission von Volksaktien die üblichen „Pflichtblätter“ meistens ungeeignet, weil sie im Interessentenkreis der Volksaktienkäufer kaum gelesen werden. Aus diesem Grunde wurde bei der Zulassung der Preussag-Akte in eine freiwillige Veröffentlichung in geeigneten Zeitungen vorgenommen.

<sup>73)</sup> Infolge mangelnder Einigung zwischen den Ländervertretern und dem Bundeswirtschaftsministerium in dieser Frage konnte der Entwurf zu einer neuen Zulassungsverordnung vom Dezember 1959 nicht verabschiedet werden. Der Entwurf sah vor, daß die Zulassungsstelle alle drei Jahre zum Jahresende eine oder mehrere inländische Zeitungen zu bezeichnen habe, die für die vorgeschriebenen Veröffentlichungen geeignet seien. Einige Ländervertreter waren mit dieser Bestimmung nicht einverstanden und vertraten das Regionalprinzip: es sollten zwei im Bereich der Börse erscheinende Zeitungen als Bekanntmachungsblätter ausgewählt werden, um ein Anzeigenmonopol zu vermeiden und die regionale Ausrichtung der Börsen zu berücksichtigen. Das Bundeswirtschaftsministerium wandte sich gegen das Regionalprinzip. Nach seiner Auffassung sollten die Bekanntmachungsblätter nicht nach dem Erscheinungs-

Es sind die ursprünglichen Vorschriften (§ 38 I BG und § 12 Zul.Bek.) in Kraft geblieben, nach denen die Zulassungsstelle eine inländische Zeitung für die Veröffentlichungen zu bestimmen hat und darüber hinaus noch eine Tageszeitung, die in dem engeren Wirtschaftsgebiet des Ausstellers des Wertpapiers erscheint, für die Veröffentlichungen vorschreiben kann<sup>73)</sup>. Zusammenfassend sind folgende Veröffentlichungen vorzunehmen:

Der Antrag auf Zulassung und der Prospekt werden veröffentlicht:

- durch Börsenaushang,
- im Bundesanzeiger,
- in einem „Pflichtblatt“ der betreffenden Börse,
- nach Ermessen der Zulassungsstelle in einer anderen inländischen Zeitung;

der Zulassungsbeschluß erscheint

- durch Börsenaushang,
- im amtlichen Kursblatt;

die laufenden Bekanntmachungen der Ausstellerin des Wertpapiers erscheinen

- im amtlichen Kursblatt,
- in mindestens einem „Pflichtblatt“ der Börse.

## 2. Die Aufnahme der amtlichen Notierung

Der Beginn der amtlichen Notierung ist an gesetzlich bestimmte Fristen geknüpft:

1. Zwischen der Veröffentlichung des Antrags und der Einführung an der Börse muß eine Frist von mindestens 6 Tagen liegen (§ 38 I 2 BG). Das Börsenpublikum soll dadurch Gelegenheit haben, der Zulassungsstelle über Umstände Mitteilung zu machen, die die Aufnahme des amtlichen Börsenhandels als bedenklich erscheinen lassen.
2. Die zugelassenen Wertpapiere dürfen frühestens am 3. Tage nach der letzten Veröffentlichung des Prospekts in das amtliche Kursblatt aufgenommen werden. Der Grund hierfür ist, daß der Prospekt eine hinreichend weite Verbreitung finden soll.
3. Die amtliche Notierung muß spätestens 3 Monate nach Bekanntmachung des Zulassungsbeschlusses im amtlichen Kursblatt erfolgen (§ 17 Zul.Bek.). Innerhalb dieser Frist können sich die wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft verändert haben. Damit wäre auch der Prospektinhalt überholt.

---

ort, sondern nach der größtmöglichen Verbreitung ausgewählt werden. Dieser Standpunkt entspricht auch dem Sinn des Zulassungsverfahrens: eine bestmögliche Information der Interessenten zu bewirken. Diese Ansicht konnte das Bundeswirtschaftsministerium jedoch im Bundesrat nicht durchsetzen.

<sup>73)</sup> Vgl. o. S. 61, 62.

### **III. Kapitel:**

## **Vergleich der Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

Aus der Gegenüberstellung der Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik ergeben sich einige grundsätzliche Unterschiede. Die Bewertung der beiden Regelungen könnte zum Zweck einer Angleichung dieser Verfahren fruchtbar gemacht werden.

#### **§ 1 Unterschiede in den Zulassungsverfahren**

##### **1. Unterschied in der Stellung des Antrags**

Sowohl in Frankreich wie in der Bundesrepublik wird das Zulassungsverfahren durch die Stellung eines Antrags eingeleitet. In Frankreich kann zwar in Sonderfällen die Zulassung auch ohne Antrag der Gesellschaft erfolgen.

Der Antrag wird in Frankreich von der Gesellschaft die die Wertpapiere ausgegeben hat, gestellt. In der Bundesrepublik muß er dagegen von einem Kreditinstitut oder mehreren, zu einem Konsortium zusammengeschlossenen Kreditinstituten, die später auch den Prospekt unterzeichnen und dafür haften, gestellt werden. Diese Vorschrift hat den Vorteil, daß das Publikum über den Namen des haftenden Kreditinstituts oder Konsortium informiert wird.

In Frankreich wird der Antrag nur an eine *Chambre Syndicale*, also an eine der Wertpapierbörsen gestellt. In der Bundesrepublik dagegen müssen Anträge bei allen Wertpapierbörsen, bei denen die Zulassung der Wertpapiere gewünscht ist, eingereicht werden. Ist die Zulassung an allen acht Wertpapierbörsen der Bundesrepublik erwünscht, so müssen acht Anträge eingereicht werden. In dem Antrag müssen alle Börsen angegeben werden bei denen der gleiche Antrag eingereicht wird oder eingereicht worden ist, ob darüber entschieden worden ist oder nicht.

##### **2. Unterschiede in den Anlagen zum Antrag und in der Haftung für ihre Richtigkeit**

In Frankreich und in der Bundesrepublik werden mit dem Antrag Unterlagen eingereicht. Diese Unterlagen sind in beiden Ländern ähnlich, da sie dem gleichen Zweck dienen, einen klaren Einblick in die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft zu gewähren. Die Hauptunterlage ist in Frankreich der ausführliche Bericht an die *Chambre Syndicale*, in der Bundesrepublik der Prospekt. Sowohl der Bericht wie der Prospekt schließen weitgehend alle anderen Unterlagen in gekürzter Form zusammen. Im einzelnen sind jedoch einige Unterschiede in den in beiden Ländern eingereichten Unterlagen hervorzuheben:

a) Wichtige Unterlagen die nur in Frankreich eingereicht werden müssen<sup>74)</sup>).

- 1) Die wirtschaftlichen Unterlagen, die in Frankreich eingereicht werden, reichen im allgemeinen über eine größere Zeitspanne hinaus, als das bei den gleichen Unterlagen in der Bundesrepublik der Fall ist. Es werden finanzielle Auskünfte über die zehn letzten Geschäftsjahre gefordert oder, wenn die Gesellschaft noch nicht so lange besteht, über die Jahre seit ihrer Gründung. Die deutschen Zulassungsstellen verlangen jedoch im allgemeinen keine wirtschaftlichen Unterlagen über drei Jahre hinaus. In dem ausführlichen Bericht an die Chambre Syndicale müssen drei Jahresabschlüsse erscheinen, während der Prospekt nur einen Jahresabschluß enthält. Die Vergleichung von mehreren Jahresabschlüssen eines Unternehmens ergibt jedoch ein besseres Bild über die Entwicklung der Gesellschaft.
- 2) In Frankreich muß die Gesellschaft einen Inventar ihres Wertpapierbestands einreichen, was in der Bundesrepublik nicht vorgeschrieben ist.
- 3) Der Chambre Syndicale muß der Name aller Großaktionäre, in deren Händen sich mehr als fünf pro hundert des Gesellschaftskapitals befindet, angegeben werden. Auch dies ist in der Bundesrepublik nicht vorgeschrieben. Diese Auskunft ist von Bedeutung, da heute besonders in den großen Gesellschaften, bei denen der Aktienbesitz sehr gestreut ist, Aktionäre mit einem relativ geringen Prozentsatz der Aktien die Gesellschaft beherrschen können. Es ist deshalb für Außenstehenden wichtig zu wissen, unter welchem Einfluß eine Gesellschaft steht.<sup>75)</sup>
- 4) Schließlich muß der Bericht an die Chambre Syndicale ausführliche Angaben über die Beteiligungen der Gesellschaft enthalten, während der deutsche Prospekt diese meistens nur so knapp schildert, daß das Publikum sich kein klares Bild über die Beteiligungsverhältnisse und die Beteiligungsgesellschaften beschaffen kann<sup>76)</sup>.
- 5) Bei Zulassung einer Anleihe sind in Frankreich die Angaben über die Art der Sicherstellung und den Wert des für die Anleihe haftenden Vermögens sehr ausführlich, während sie im deutschen Anleihe-Prospekt oft vermißt werden<sup>77)</sup>.

b) Wichtige Unterlagen die nur in der Bundesrepublik eingereicht werden müssen.

Dagegen enthält der Prospekt Auskünfte, die in dem Bericht und in den anderen bei der Chanbre Syndicale eingereichten Unterlagen meistens fehlen.

---

<sup>74)</sup> Es werden hier nur die wichtigsten Unterlagen aufgezählt.

<sup>75)</sup> Vgl. hierzu H. Gericke a.a.O. S. 266;

<sup>76)</sup> Vgl. hierzu H. Gericke a.a.O. S. 265.

<sup>77)</sup> Vgl. hierzu Gericke a.a.O. S. 266.

- 1) In der Bundesrepublik werden ausführliche Auskünfte über die Haftungsverhältnisse der Gesellschaft, die aus dem Jahresabschluß nicht ersichtlich sind, wie Sicherungshypotheken, Übertragungen, Verbindlichkeiten aus der Begebung von Wechseln und Schecks, im Prospekt aufgenommen, während die Unterlagen, die bei der Chambre Syndicale eingereicht werden, sie meistens nicht enthalten.
- 2) Weiter soll der Prospekt über Rechtsstreitigkeiten, Patente und Betriebsstörungen informieren, in Frankreich werden nur selten Auskünfte darüber erteilt.
- 3) Die Gesellschaft muß in dem Prospekt über evtl. Zugehörigkeit zu Interessentengemeinschaften, Kartellen, Syndikaten berichten, wenn diese Bindungen für das Geschäftsergebnis Bedeutung haben.
- 4) Ein bedeutender Vorzug des deutschen Prospekts gegenüber dem französischen Bericht besteht in der Darstellung der Jahresabschlüsse. Die Gewinn- und Verlustrechnung ist in Frankreich durch die Unklarheit der Postenbezeichnung schwer zu lesen und auszulegen. In der Bundesrepublik hat der Gesetzgeber durch das Gesetz vom 23. 12. 1959<sup>78)</sup> (kleine Aktienrechtsreform) etwas Klarheit in die alte Regelung gebracht. Auf Grund des Bruttoprinzips werden nun die Aufwände und Erträge durch Gründung neuer Ausweisposten klar ausgewiesen<sup>79)</sup>. Auch die Bilanzen erlauben nach der deutschen Regelung einen besseren Einblick in die Verhältnisse der Gesellschaften. Während die Chambres Syndicales auch bei Gesellschaften, die einem Konzern angehören, meist nur die Bilanzen der einführenden Gesellschaft verlangen, können die deutschen Zulassungsstellen grundsätzlich die Einreichung der Gemeinschaftsbilanz der Hauptgesellschaft und aller ihrer Untergesellschaften (konsolidierte Bilanz), nebst der Bilanz der Hauptgesellschaft fordern wenn die Wertpapiere von der Hauptgesellschaft ausgegeben worden sind<sup>80)</sup>.  
Um das Verständnis der veröffentlichten Zahlen zu erleichtern, könnten die Jahresabschlüsse, Umsatzzahlen, Produktionszahlen durch graphische Darstellungen oder Schaubilder erklärt werden.<sup>81)</sup>
- 5) In Frankreich begnügen sich die Chambres Syndicales mit der Einreichung der Jahresabschlüsse der Gesellschaften, auch wenn

<sup>78)</sup> BGBl. 30. 12. 59.

<sup>79)</sup> Vgl. Mellerowicz, Aktiengesetz, Großkommentar 1961 unter § 132, S. 776. In der Gewinn- und Verlustrechnung könnten nach der alten Regelung verschiedene Aufwands- und Ertragsarten miteinander saldiert werden. Nach der neuen Fassung des § 132 AktG enthält der neue Erfolgsausweis eine Reihe neuer Ausweisposten: Statt wie bisher acht nun achtzehn Auswandsposten und auf der Seite der Erträge statt wie bisher sechs nun fünfzehn Posten. Außerdem werden einzelne Posten wie Steuern, Einstellung in Rücklagen, Entnahmen aus Rücklagen weiter unterteilt.

<sup>80)</sup> Vgl. Gericke a.a.O. S. 263.

<sup>81)</sup> Vgl. Gericke a.a.O. S. 263.

diese schon mehrere Monate zurückliegen. Die Zulassungsstellen der Bundesrepublik verlangen dagegen die Aufnahme von Zwischenzahlen, d.h. einer Gegenüberstellung des Umlaufvermögens und der Verbindlichkeiten, einschließlich der Rückstellungen der Gesellschaft<sup>82</sup>), wenn der Jahresabschluß auf dem der Prospekt aufgebaut ist, mehr als acht Monate zurückliegt.

3. Unterschiede in den Veröffentlichungen vor der Börseneinführung und in der Haftung für ihre Richtigkeit.

Hier besteht ein grundsätzlicher Unterschied in der französischen und deutschen Regelung.

a) Französische Regelung

In Frankreich ist keine Veröffentlichung von Auskünften zum unmittelbaren Zweck der Börseneinführung eines Wertpapiers vorgeschrieben.

1) Die Bekanntmachung in dem BALO (notice) hat nicht dem Zweck der Börsenzulassung, sondern dem der Emission der Wertpapiere zu dienen, wenn diese in der Öffentlichkeit veräußert werden. Nur im Falle, daß die Wertpapiere ohne Angebot an die Öffentlichkeit untergebracht worden sind, muß die Bekanntmachung vor der Börsenzulassung erfolgen. Die Bekanntmachung kann mit dem deutschen Zulassungsprospekt keineswegs verglichen werden. Sie enthält nur ganz allgemeine Auskünfte über die Gesellschaft. Der Jahresabschluß der Gesellschaft wird noch nicht einmal ganz darin veröffentlicht, sondern nur ihre letzte Bilanz. Für die Richtigkeit der Angaben ist eine Sonderhaftung vorgesehen, was aber nur dann von Bedeutung wäre, wenn ausreichendere Auskünfte erteilt würden. So wie die Notiz heute noch gestaltet ist, hat das Publikum keine Möglichkeit, sich durch ihre Veröffentlichung eingehend über das Unternehmen zu unterrichten. Die Notiz erscheint auch nur im BALO, ein Nebenblatt des Amtsblatts, das nie von dem Publikum, sondern nur von Fachleuten gelesen wird.

2) Der ausführliche Bericht an die Chambre Syndicale, der inhaltlich mit dem deutschen Prospekt verglichen werden kann, wird nicht publiziert. Er wird in Form von Druckblättern (Notice SEF) den Agents de Change und den Banken überreicht, von denen die Interessenten ihn erhalten können. Er ist somit nur einem eingeweihten Publikum zugänglich. In den meisten Fällen werden sich die Interessenten nicht um die Notice SEF bemühen, sondern sich von ihrer Bank oder einem Agent de Change beraten lassen.

b) Deutsche Regelung

In der Bundesrepublik dagegen werden fast alle Unterlagen, die bei der Zulassungsstelle einzureichen sind, in dem Prospekt veröffent-

licht. Diese Veröffentlichung ist durch eine gemeinsame zivilrechtliche Sonderhaftung des Ausstellers der Wertpapiere und des antragstellenden Kreditinstituts bekräftigt.

Der Erwerber der Wertpapiere, der durch die Unwahrheit von Prospektauskünften einen Schaden erlitten hat, hat durch diese Vorschrift die Gewährleistung:

- Daß er Ansprüche auf Schadenersatz auch wenn solche nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen nicht bestehen, geltend machen kann;
- Daß er auf jeden Fall durch die gemeinschaftliche Haftung des Ausstellers der Wertpapiere und des Kreditinstituts mit einem kapitalkräftigen Haftenden rechnen kann (§ 45 BG).

Diese Sonderhaftung, auch wenn sie seit mehr als dreißig Jahren nicht mehr eingetreten ist behält ihre Bedeutung indem sie zur Solidität des heutigen Börsenprospekts weitgehend beigetragen hat.

#### 4. Unterschiede in den Verpflichtungen der Gesellschaft nach der Börseneinführung ihrer Wertpapiere.

Der zweite grundsätzliche Unterschied zwischen der französischen und der deutschen Regelung liegt darin, daß nach der Börseneinführung ihrer Wertpapiere den französischen Gesellschaften Sonderverpflichtungen gegenüber der Chambre Syndicale und des Börsenpublikums auferlegt sind, was in der Bundesrepublik nicht der Fall ist.

##### a) Französische Regelung

- 1) Gegenüber der zuständigen Chambre Syndicale hat die Gesellschaft die Verpflichtung, laufend Unterlagen über den Gang des Unternehmens einzureichen und u.a. vier Mal jährlich einen Bericht über die Geschäftstätigkeit und den erzielten Umsatz. Alle Veränderungen im Gesellschaftsleben, alle Beschlüsse des Verwaltungsrats (conseil d'administration), sofern sie die Börse interessieren, alle Protokolle der ordentlichen und außerordentlichen Hauptversammlungen müssen der Chambre Syndicale umgehend mitgeteilt werden. Auf diese Weise ist die Chambre Syndicale in der Lage, sich ein Bild über die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens zu machen und eine zweckmäßige Kontrolle des amtlichen Kursblattes auszuüben.
- 2) Zur Information des Publikums müssen die Gesellschaften, die den amtlichen Börsenhandel in Anspruch nehmen, wenn ihre Bilanz zehn Millionen Francs überschreitet, einmal jährlich ihren Jahresabschluß, den Umsatz und den Inventar des Wertpapierbestandes und zwei Mal jährlich wirtschaftliche Auskünfte über den Gang der Gesellschaft im BALO veröffentlichen. Diese Publizitätspflichten sollen den Interessenten eine laufende Kontrolle über ihre Geldanlagen in Wertpapieren ermöglichen. Der

Gesetzgeber wollte somit ein bisher noch mißtrauisches Publikum für den Börsenhandel gewinnen und auf diese Weise durch Erweiterung der Interessentenkreise den Wertpapierhandel im allgemeinen fördern. Bedauerlich ist, daß die Veröffentlichungen nur in dem BALO das, wie schon erwähnt, allgemein nur in einem Kreis von Fachleuten gelesen wird, erfolgen müssen.

#### b) Deutsche Regelung

In der Bundesrepublik obliegen den Gesellschaften auf Grund der amtlichen Notierung ihrer Wertpapiere nur geringe Verpflichtungen, wie die Veröffentlichungen bei Schuldverschreibungen von Kündigungen, Verlosungen und Restantenlisten. Im Allgemeinen sind den Gesellschaften keine weiteren Verpflichtungen als die des Aktiengesetzes auferlegt. Diese Regelung ruft Kritik hervor. Einerseits kann die Zulassungsstelle, wenn sie nicht laufend über den Geschäftsgang der Gesellschaften unterrichtet wird, keine zweckmäßige Kontrolle des Kursblattes ausüben, andererseits stünde es im Sinne des gegenwärtigen Drangs auf mehr Publizität, wenn die Gesellschaften, die den Börsenmarkt in Anspruch nehmen, also einen viel weiteren Kreis von Käufer interessieren, strengere Publizitätsmaßnahmen als die, welches das AktG. allgemein für alle Aktiengesellschaften vorschreibt, unterworfen wären.

### **§ 2 Bewertung der Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

#### 1. Vorteile und Mängel der französischen Regelung

- a) In Frankreich ist zu begrüßen, daß den Gesellschaften, die den amtlichen Börsenmarkt in Anspruch nehmen, nach der Börsenzulassung ihrer Wertpapiere Informationspflichten gegenüber der Chambre Syndicale und des Börsenpublikums auferlegt sind.
- b) Dagegen ist zu beanstanden, daß kein Zulassungsprospekt veröffentlicht wird und daß die Veröffentlichungspflichten der Gesellschaften vor der Börseneinführung ihrer Wertpapiere weitaus ungenügend sind. Die Bekanntmachung im BALO ist viel zu kurz. Sie sollte aber alle Auskünfte, die zu der Beurteilung der Gesellschaft nötig sind, und die ja auch bei der Chambre Syndicale eingereicht werden, enthalten. Außerdem wird diese Bekanntmachung oft schon vor der Emission der Wertpapiere, welche lange Zeit vor der Börsenzulassung zurückliegen kann, veröffentlicht und ist zum Zeitpunkt der Börsenzulassung schon überholt. Es ist jedoch keine ergänzende Hinweisbekanntmachung, z.B. nach dem Vorbild des deutschen Bezugnahme-prospekts, vorgeschrieben.

Die Bekanntmachung ist allerdings durch eine Sonderhaftung des Emittenten bekräftigt. Diese Haftung kann jedoch nur eine ungenügende Sicherheit bieten, wenn die Emission allein von der Gesellschaft vorgenommen wird. Durch die gemeinsame Haftung des

Ausstellers der Wertpapiere und des antragstellenden Kreditinstituts, wie sie in der deutschen Regelung vorgeschrieben ist, sind die Interessen des Publikums weit besser geschützt. Schließlich brauchen die gesetzmäßigen Veröffentlichungen nur im BALO zu erscheinen. Dadurch sind sie jedoch dem Publikum kaum zugänglich. Es wäre zweckmäßig, wenn die Veröffentlichungen auch in einer oder zwei großen Tageszeitungen erfolgen würden.

## 2. Vorteile und Mängel der deutschen Regelung.

- a) In der Bundesrepublik hingegen ist die Publizität vor der Börsenzulassung ausführlich geregelt. Der Prospekt konnte in einigen schon aufgezählten Punkten geändert werden<sup>82)</sup>, um dem Publikum einen besseren Einblick in die wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft zu ermöglichen und um auch dem wirtschaftlich wenig gebildeten Leser zugänglich zu sein.
- b) Es wird oft eingewendet, daß der Prospekt sein Ziel verfehle, weil er zu spät erschiene, in einem Zeitpunkt, zu dem die Wertpapiere meistens schon untergebracht sind.  
Diese Kritik erscheint nicht immer begründet. Die Zeichner von Wertpapieren oder die ersten Erwerber wissen, daß sie von einem neu ausgegebenen Wertpapier nicht die gleiche Garantie erwarten dürfen, wie das Börsenpublikum, das Wertpapiere im amtlichen Handel erwirbt. Der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts könnte jedoch in gewissen Fällen früher angesetzt werden. Es wäre möglich, hier wie für die Bekanntmachung im BALO der französischen Regelung zu verfahren, und zwar schon bei der Emission, wenn diese die Öffentlichkeit in Anspruch nimmt, einen Prospekt zu veröffentlichen, der zum Zeitpunkt der Börseneinführung durch ein Bezugnahmeprospekt ergänzt werden könnte.
- c) Ein weiterer Nachteil des deutschen Zulassungsverfahrens besteht in seiner langen Dauer. Ist die Zulassung eines Wertpapiers an mehreren deutschen Börsen zugleich beantragt, so kann das Zulassungsverfahren erst dann abgeschlossen werden, wenn die letzte der beteiligten Börsen die Zulassung ausgesprochen hat. Von der Antragstellung bis zur Zulassung kann damit eine geraume Zeit verstreichen. Der Grund dieser zeitraubenden Vorschrift ist jedoch nicht in der Regelung des Zulassungsverfahrens, sondern in der allgemeinen Börsenorganisation zu suchen, wie schon im vergleichenden Kapitel des II. Teils der Arbeit ausgeführt worden ist.
- d) Der größte Mangel der deutschen Zulassungsregelung besteht jedoch darin, daß eine Kontrolle der Gesellschaften nach der Börseneinführung ihrer Aktien nicht vorgeschrieben ist. Es wäre zu begrüßen, wenn die Zulassungsstelle ihre Prüfung nach der Börsenzulassung weiter ausüben und wenn den Gesellschaften zusätzliche Angaben gegenüber den Vorschriften des AktG. — z.B. die Einreichung vierteljähriger Zwischenbilanzen und der Protokolle von Hauptversammlungen — auferlegt würden.

<sup>82)</sup> Vgl. o. S. 135 bis 137.

#### IV. Teil:

### Besondere Zulassungsverfahren

#### I. Kapitel:

### Besondere Zulassungsverfahren in Frankreich

#### § 1 Das Zulassungsverfahren für öffentliche Anleihen (Fonds d'Etat)

Die französischen öffentlichen Anleihen sind von Amts wegen in das Kursblatt der Agents de Change an der Pariser Börse aufzunehmen<sup>1)</sup>.

##### 1. Begriff

Unter Fonds d'Etat sind ausschließlich Anleihen des Staates zu verstehen, d.h. Wertpapiere, „die eine vom Staat selbst oder mit seiner Genehmigung und Bürgschaft aufgenommene Schuld feststellen...“<sup>2)</sup>. Fonds d'Etat sind nicht mit öffentlichen Wertpapieren zu verwechseln, deren Ausstellung oder Emission einer Staatsgenehmigung bedarf wie z.B. Wertpapiere von Gesellschaften, die mit Unterstützung des Staates Kredit fordern, Wertpapiere, die von öffentlichen Körperschaften oder von Städten und Gemeinden (Communes) ausgestellt worden sind, sowie Wertpapiere der verstaatlichten Gesellschaften (sociétés nationalisées). Diese Effekten gehören in die weitere Gruppe der öffentlichen Effekten (effets publics), denen der Vorzug der prüfungslosen Zulassung nicht gewährt ist<sup>3)</sup>.

##### 2. Verfahren

Die zuständige Abteilung des Finanzministeriums (Direction du Trésor) beantragt die Notierung der Wertpapiere bei der Chambre Syndicale des Agents de Change. Diesem Antrag werden Unterlagen beigelegt, die jedoch nicht die gleichen sind wie bei einem ordentlichen Zulassungsantrag. Es handelt sich insbesondere um die Staatserlaubnis, durch die die Emission bewilligt worden ist und der Erlaß, der ihre Modalitäten festlegt. Die Chambre Syndicale ist nicht befugt, die Zulassung abzulehnen. Sie wirkt jedoch in dem Verfahren mit, indem sie gegebenenfalls weitere Auskünfte und Unterlagen über die Emission fordern kann.

---

1) Art. 3 décret No. 61 1168 vom 30. 10. 61 (JO 31. 10. 61).

2) Buisson, Le Privilège des Agents de Change, Thèse, Paris 1939, S. 47.

3) Ganz im Gegenteil ist für diese Wertpapiere eine zusätzliche Voraussetzung der Zulassung vorgeschrieben; nach Ablauf des Zulassungsverfahrens muß der Finanzminister die Aufnahme in das amtliche Kursblatt genehmigen.

Das Gesetz von 1907 nebst Änderungen, das die Veröffentlichung einer Notiz in dem BALO vorsieht, findet hier keine Anwendung.

Es besteht kein Publizitätszwang für öffentliche Anleihen. Es liegt jedoch im Interesse einer guten Organisation des Handels, daß das Publikum über alle es interessierenden Einzelheiten informiert wird. Deshalb sorgt die Chambre Syndicale für seine Unterrichtung, indem sie einige Tage vor der Börseneinführung eine Bekanntmachung (avis) mit den Hauptmerkmalen der Emission, Stückelung, Amortisierung, Zinssatz, Zinstermine, Rückzahlungstermin, Form der Notierung (als Rente oder nach dem Nennwert) in dem BALO veröffentlicht. Das Datum der Einführung wird vom Finanzminister festgesetzt. Meistens liegt ein größerer Zeitraum zwischen der Zeichnung der Wertpapiere und ihrer Börseneinführung<sup>4)</sup>.

Fraglich war, wie diese Wertpapiere in der Zwischenzeit zu handeln waren, ob man ihnen eine vorläufige amtliche Notierung gewähren oder sie dem Freiverkehr überlassen sollte. Ein Urteil der Cour de Cassation<sup>5)</sup> hat entschieden, daß diese Wertpapiere, vor Erlaß des Zulassungsbeschlusses nur im Freiverkehr gehandelt werden können.

Schließlich bleibt noch zu bemerken, daß es Fonds d'Etat gibt, die nie an französischen Börsen amtlich notiert werden. Es handelt sich um die im Ausland ausgegebenen französischen Staatsanleihen, deren amtlicher Handel aus politischen und wirtschaftlichen Gründen in Frankreich verboten ist. Diese Wertpapiere könnten nämlich für die in Frankreich emittierten Anleihen eine Konkurrenz darstellen, da sie meistens mit besonderen Vorteilen ausgestattet sind.

Seit Abschluß des EWG-Vertrags dürfen in den Mitgliedstaaten solche Anleihen nur nach Verständigung der beteiligten Staaten aufgelegt oder untergebracht werden. (Art. 68(3) EWG-Vertrags). Diese Vorschrift soll verhindern, daß die im EWG-Vertrag vorgesehene Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu Anleihen von Mitgliedstaaten in anderen Mitgliedstaaten führt, die deren Kapitalmarkt schwächen oder ihre eigenen Anleihepläne durchkreuzen könnten<sup>6)</sup>.

## **§ 2 Das Zulassungsverfahren bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen.**

### **1. Kapitalerhöhung**

- a) Der Aussteller, der junge Aktien ausgibt, muß selbst, wenn frühere Emissionen schon amtlich gehandelt werden, die Zulassung der jungen Aktien beantragen.

<sup>4)</sup> Man will damit verhindern, daß Spekulanten die Wertpapiere zeichnen, um sie dann sofort nach ihrer Börseneinführung mit Gewinn wieder abzustoßen. Die große Zeitspanne (mehrere Monate) zwischen der Zeichnung und der Börseneinführung soll Spekulationsmanöver verhindern. Man nimmt an, daß Spekulanten nicht gewillt sind, ihr Kapital so lange lahm zu legen.

<sup>5)</sup> Cassation Civile 11. April 1924 Dr.Fin. 1924 S. 432.

<sup>6)</sup> Vgl. hierzu Wohlfarth - Everling - Glaesner - Sprung, Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, 1960, S. 209.

Das Verfahren ist das gleiche wie bei ersten Zulassungen. Weder das Gesetz noch die Richtlinien der Chambres Syndicales sehen eine Erleichterung vor. Es müssen somit alle die in Teil III dieser Arbeit untersuchten Zulassungsvoraussetzungen erfüllt werden.

Die Frage, ob die Chambre Syndicale bei einem Zulassungsantrag von jungen Aktien einer Gesellschaft, die mit früheren Emissionen schon auf dem amtlichen Börsenmarkt vertreten ist, befugt sei, ohne Mitwirkung des CDBV den Zulassungsbeschluß zu treffen, wird z.Zt. untersucht. Sie ist jedoch noch nicht entschieden.

b) Junge Aktien können stückelos amtlich gehandelt werden.

In einer Bekanntmachung vom 17. 11. 41 haben die Chambres Syndicales beschlossen, junge Aktien schon vor ihrer materiellen Herstellung in das amtliche Kursblatt aufzunehmen. Auf diese Weise soll die Zeitspanne zwischen der Begebung der Wertpapiere und ihrer Börseneinführung verkürzt werden. Den Zeichnern soll somit ermöglicht werden, ihr Kapital schneller zu befreien, dem anlage-suchenden Kapitalisten wird dagegen eine zusätzliche Anlagemöglichkeit geboten. Der Zeichner verkauft die noch nicht greifbaren Aktien wie Inhaberpapiere. Dem Käufer wird ein Spezialbon ausgehändigt, der nach Herstellung der Aktien gegen greifbare Stücke eingetauscht werden kann.

Seit 1948 können auch „junge Obligationen“ stückelos gehandelt werden.

## 2. Kapitalherabsetzung

Die Kapitalherabsetzung in der französischen Börsensprache als „coup d'accordéon“ bezeichnet, kann durch Herabsetzung des Nennwerts der Aktien oder durch Verminderung der Zahl der Aktien (Zusammenlegung) erfolgen.

Bei der ersten Verfahrensweise ist jedoch der gesetzlich vorgeschriebene Minimalnennwert der Aktien zu berücksichtigen. Wie auch die Kapitalherabsetzung erfolgt, muß ein neues Zulassungsverfahren stattfinden. In den meisten Fällen wird die Kapitalherabsetzung mit einer Kapitalerhöhung verbunden. Bis zum Erlaß des Zulassungsbeschlusses werden die Wertpapiere aus dem amtlichen Kursblatt gestrichen.

## § 3 Das Zulassungsverfahren bei ausländischen Wertpapieren

Als ausländische Wertpapiere gelten:

ausländische Staats-, Landes- oder Kommunalanleihen, und Wertpapiere, die von einer ausländischen Erwerbsgesellschaft, die den Sitz ihrer Hauptniederlassung im Ausland hat, ausgegeben worden sind.

## 1. Das prinzipielle Zulassungsverbot

Das Gesetz vom 31. 5. 1916<sup>7)</sup> Art. 1 „über die Einführung von Beschränkungen der Emission von Wertpapieren während der Dauer der Feindseligkeiten“, verbot allgemein alle Zulassungen von Wertpapieren zum amtlichen Börsenhandel in Frankreich. Im Jahre 1920<sup>8)</sup> wurde das Verbot für inländische Wertpapiere aufgehoben; für ausländische besteht es grundsätzlich heute noch. Der Finanzminister ist jedoch befugt, durch eine Sondergenehmigung von dem grundsätzlichen Verbot abzuweichen. Zum Zweck der Erteilung dieser Genehmigung hat der Finanzminister die einzuführenden ausländischen Wertpapiere nicht auf ihre Solidität zu prüfen; hat lediglich festzustellen, ob der Zeitpunkt für die Einführung ausländischer Effekten zur amtlichen Notierung geeignet ist<sup>9)</sup>.

Er hat somit zu entscheiden:

- ob es angebracht ist, daß überhaupt französisches Kapital ins Ausland fließt (was bei Devisenknappheit nicht der Fall sein wird),
- ob es angebracht ist, daß französisches Kapital im Heimatland des Antragstellers investiert wird.

Handelt es sich um die Zulassung neuer Serien bereits amtlich notierter Wertpapiere, so kann das Comité des Bourses de Valeurs jedoch ohne vorherige Genehmigung des Finanzministers die zur Zulassung erforderliche Bewilligung erteilen<sup>10)</sup>.

Seit Inkrafttreten des EWG-Vertrags drängt sich nun die Frage auf, ob das Gesetz von 1916 (Art. 1) nicht gegen die Grundsätze des Vertrags und insbesondere gegen die in Art. 3(c) vorgesehene Beseitigung der Hindernisse auch für den freien Kapitalverkehr in den Mitgliedstaaten.

Im einzelnen sieht Art. 67(1) vor, daß die Mitgliedstaaten untereinander während der Übergangszeit schrittweise alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs beseitigen, soweit es für das Funktionieren des gemeinsamen Marktes notwendig ist.

Die Vollziehung dieser Bestimmung obliegt den Organen, die zu diesem Zweck erforderliche Richtlinien erlassen sollen (Art. 69).

- a) Solange das allgemeine Verbot der Zulassung ausländischer Wertpapiere in Frankreich noch besteht, können diese Vorschriften des Gesetzes keine allgemeine Anwendung finden. Erlassen die Organe Richtlinien zum Zweck einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs, so wird ihre Anwendung in Frankreich in jedem Einzelfall von der Genehmigung des Finanzministers abhängig sein.

7) JO 19. 5. 1916.

8) Gesetz vom 31. 12. 1920 Art. 32; JO 1. 1. 1921.

9) Vgl. Michel Branger, *L'Admission des Valeurs Mobilières aux Cotes Officielles des Bourses à Parquet*, Thèse Poitiers 1951, S. 156 ff.; François Kaepelin, *De l'attitude des pouvoirs publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères*, Paris 1942, S. 104 ff.

10) Arrêté vom 11. 9. 1953 (Art. 3) (JO 24. 9. 53).

- b) Der EWG-Vertrag (Art. 68(3)) schreibt vor, daß Anleihen zur mittelbaren oder unmittelbaren Finanzierung eines Mitgliedstaates nur aufgelegt oder untergebracht werden dürfen, wenn sich die beteiligten Staaten darüber verständigt haben.

Unter „Verständigung“ ist die Zustimmung des Mitgliedstaates, in dem die Anleihe aufgelegt oder untergebracht wird, zu verstehen<sup>11)</sup>. Aus dieser Vorschrift könnte a contrario geschlossen werden, daß die Emission von Wertpapieren privater Unternehmungen in einem Mitgliedstaat der EWG keiner Genehmigung des Staats, bei dem die Emission erfolgt, bedarf.

Die Zulassung von Investmentzertifikate gab Anlaß zu einer Sonderregelung. In Frankreich ist die Gründung von Investment-Fonds nicht erlaubt. Jedoch wurden ausländische Investment-Fonds eingeführt, für die das Verbot des Gesetzes von 1916 (Art. 1) nicht galt, da es nur die Zulassung von Wertpapieren ausländischer Erwerbsgesellschaften oder öffentlicher Anleihen betraf. Die ersten ausländischen Investment-Zertifikate konnten daher ohne staatliche Genehmigung eingeführt werden. Um diese Lücke zu beseitigen, wurde durch eine Verordnung vom 24. 6. 1959<sup>12)</sup> die Einführung dieser Zertifikate von der Genehmigung des Finanzministers abhängig gemacht.

## 2. Das Zulassungsverfahren

### a) Die Prüfungspflicht der Chambre Syndicale

Hat der Finanzminister seine Zustimmung erteilt, so erfolgt das gleiche Verfahren wie bei der Zulassung inländischer Wertpapiere. Die Chambre Syndicale prüft die Unterlagen und das Comité des Bourses de Valeurs faßt den Zulassungsbeschluß.

Im einzelnen muß die Chambre Syndicale einige Unterlagen beantragen, die für die Zulassung inländischer Wertpapiere nicht eingereicht werden müssen. Diese Unterlagen sollen den Beweis erbringen:

- 1) daß die Wertpapiere in ihrem Land amtlich notiert werden. Man nimmt an, daß auch in fremden Ländern nur die besten Effekten zur amtlichen Notierung zugelassen werden. Dies wird durch eine Bescheinigung des Konsulats oder des leitenden Börsenorgans der Heimatbörse bewiesen;
- 2) daß die Wertpapiere ordnungsgemäß ausgegeben wurden;
- 3) daß für die Zahlung der Steuern eine zuständige Stelle eingerichtet worden ist. Die Steuern, die in Frankreich die Wertpapiere belasten, müssen auch bei ausländischen Effekten eingezogen

<sup>11)</sup> Vgl. Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft a.a.O. S. 209.

<sup>12)</sup> JO 4. 7. 59.

werden. Darum wurde eine Verbindung zwischen Zulassung und Zahlung von Steuern geschaffen;

- 4) daß den Vorschriften über die Publizität bei ausländischen Emissionen Genüge getan worden ist.

b) Die Informationspflichten des Emittenten

Für ausländische Emittenten sind Publizitätsvorschriften vorgesehen, die inländischen Emittenten nicht auferlegt sind. Dies trifft jedoch für ausländische Staatsanleihen nicht zu. Für sie ist das Verfahren das gleiche wie bei inländischen Staatsanleihen. Es muß zwischen der Zulassung von Wertpapieren ausländischer Gesellschaften einerseits und ausländischer öffentlicher Körperschaften andererseits unterschieden werden.

Bei Gesellschaften

- 1) Im BALO sind außer der Bekanntmachung gemäß § 3 des Gesetzes vom 31. 1. 1907 folgende Auskünfte zu veröffentlichen:

- die vollständige Satzung der Gesellschaft in französischer Sprache<sup>13)</sup>;
- der französische Wohnsitz der Gesellschaft. Hat sie keinen, so muß sie einen wählen<sup>14)</sup>;
- Name eines oder mehrerer Bevollmächtigter mit französischer Staatsangehörigkeit und tatsächlichem Wohnsitz in Frankreich, die für die Beachtung der gesetzlichen Vorschriften verantwortlich sind<sup>15)</sup>. Durch den französischen Wohnsitz der haftenden Bevollmächtigten soll den Erwerbern eine gewisse Sicherheitsgarantie geboten werden, um eventuell Schadenersatzansprüche geltend machen zu können.

- 2) Unterhalten ausländische Gesellschaften weder eine Filiale noch eine Vertretung in Frankreich, so müssen vor der Veröffentlichung der Bekanntmachung im BALO noch folgende Unterlagen bei der Geschäftsstelle des Tribunal de Commerce de la Seine hinterlegt werden:

- zwei beglaubigte Abschriften der Gründungsurkunden der Gesellschaft nebst evtl. Änderungen;
- in jeweils zwei Exemplaren Auskünfte über die Gesellschaftsform, ihre Hauptbeteiligungen, ihren Firmennamen, ihren Sitz, den Betrag des Gesellschaftskapitals und den Nennwert jeder Art von Aktie, die Anschrift der Emittenten.

Angabe und Datum der Hinterlegung müssen im BALO veröffentlicht werden<sup>16)</sup>.

---

<sup>13)</sup> Gesetz vom 30. 1. 1907, § 3.

<sup>14)</sup> Décret-loi 30. 10. 1935. (JO 31. 10. 1935).

<sup>15)</sup> Décret-loi 30. 10. 1935.

<sup>16)</sup> Décret 20. 5. 1955. (JO 22. 5. 1955).

### Bei öffentlichen Körperschaften

ist eine Bekanntmachung im BALO zu veröffentlichen, die folgende Angaben enthalten soll<sup>17)</sup>:

- die letzte Gewinn- und Verlustrechnung;
- den Betrag und die Art von früher noch nicht getilgten Anleihen und evtl. ihren Zweck sowie die Sicherheiten, ebenfalls Dauer und Art der Tilgung und Höhe des noch nicht getilgten Betrages;
- den Text des Anleihebeschlusses;
- eventuelle besondere Garantien nebst einem Auszug der sie begründenden Urkunden. Bestehen keine derartigen Garantien, so muß dies mitgeteilt werden;
- Angabe darüber, ob die Anleihe von dem ausländischen Staat genehmigt ist oder nicht sowie den Text der Urkunde, die die Genehmigung oder Garantie beinhaltet. Ist keine Genehmigung vorhanden, so muß in der Bekanntmachung angegeben werden, daß eine solche Erlaubnis in dem betreffenden Staat nicht erforderlich ist;
- Zahl, Nennbetrag und Zinssatz der Wertpapiere;
- falls es sich um tilgbare Anleihen handelt, Tilgungsbedingungen;
- eventuelle Verpflichtungen der Körperschaft, die die Anleihe ausgibt, gegenüber dem Träger hinsichtlich der französischen und ausländischen Steuer, die die angebotenen Wertpapiere zur Zeit oder in Zukunft belasten;
- gleiche Angaben wie bei den Privatgesellschaften bezüglich französischen Wohnsitz sowie Bestellung französischer Bevollmächtigter;
- zudem müssen die Prospekte den Namen der Person oder der Bevollmächtigten der Körperschaft, von der das Angebot abgegeben worden ist, angeben. Ebenfalls soll Auskunft erteilt werden, ob das Wertpapier bereits notiert ist und bejahendenfalls an welcher Börse.

Aus den obigen Aufzählungen geht hervor, daß die zusätzlichen Veröffentlichungspflichten, die den ausländischen Emittenten zustehen, sehr gering sind und hauptsächlich den Zweck verfolgen, einen inländischen Haftenden für die Richtigkeit der Angaben der Bekanntmachung zu bezeichnen. Dieser Zweck sollte nun durch die Durchführung des gegenseitigen Vollstreckungsabkommens erreicht werden. Demzufolge könnte auf die Benennung eines inländischen Haftenden verzichtet werden.

### 3. Fragen, die aus den Unterschieden in den Rechtsordnungen entstehen.

Es liegt weitgehend im Ermessen der Chambre Syndicale, die durch den Unterschied in den Rechtsordnungen des in- und des ausländischen Staates entstehenden Probleme zu regeln. Zum Beispiel bestehen Unterschiede in der Form der Wertpapiere.

---

<sup>17)</sup> Décret loi 30. 10. 1935, § 9.

In Frankreich werden nur Inhaberpapiere börsenmäßig gehandelt. Jedoch wurde die Zulassung englischer, holländischer und amerikanischer Effekten beantragt und gewährt, die auf den Namen lauten. Um sie den französischen Vorschriften anzupassen, müssen diese Wertpapiere in einem Zentralsammellager — SICOVAM — aufbewahrt werden; an ihrer Stelle werden Scheine, die auf den Inhaber lauten, ausgegeben. Weiterhin bestehen Unterschiede in der Ausstellung der Wertpapiere. Hinsichtlich der Ausstellung der Wertpapiere sind die rechtlichen Vorschriften in jedem Land verschieden. Die Chambre Syndicale begnügt sich mit dem Nachweis, daß die Wertpapiere in ihrem Heimatland ordnungsgemäß ausgegeben worden sind. Da sie jedoch nicht in der Lage ist, die Gesetzmäßigkeit der Ausstellung zu untersuchen, fordert sie hierüber ein Gutachten über das Konsulat des betroffenen Landes an.

Auch die Notierung der Wertpapiere ist unterschiedlich. An den französischen Wertpapierbörsen werden nur Wertpapiere, die in französischer Währung lauten, notiert. Ausländische Wertpapiere müssen also in Francs umgerechnet werden. Dabei können die Währungsparitäten des Internationalen Währungsfonds verwendet werden. Dies gilt auch bei Zulassung deutscher Wertpapiere, die an den Heimatbörsen pro Hundert notiert sind.

## **II. Kapitel:**

### **Besondere Zulassungsverfahren in der Bundesrepublik Deutschland**

#### **§ 1 Das Zulassungsverfahren für öffentliche Anleihen**

Unter den börsenmäßig gehandelten Effekten genießen einzelne eine Vorzugsstellung. Es handelt sich um die vom Staat oder von den Ländern oder von gewissen öffentlichen Körperschaften ausgegebene Effekten, die auf Grund der Stellung ihres Ausgebers von Amts wegen zur amtlichen Notierung zugelassen sind. Die Zulassungsstelle wirkt hier nicht mit. Diese Maßnahme wurde im Interesse der Aussteller zwecks einer schnelleren und einfacheren Börseneinführung der öffentlichen Anleihen getroffen.

Unter den ohne Mitwirkung der Zulassungsstelle zugelassenen Wertpapieren muß man unterscheiden zwischen den deutschen Bundes- und Landesanleihen, die kraft Gesetzes laut § 39 BG zugelassen sind, und den durch Staatsgarantie gesicherten Schuldverschreibungen, die durch Anordnung der Landesregierung nach § 40 BG zugelassen werden können.

#### **1. Die Zulassung nach § 39 BG**

##### **a) Begriff der durch § 39 privilegierten Wertpapiere**

Der Begriff „Bundes-“ oder „Landesanleihen“ ist im Gesetz nicht festgelegt. Nach Meyer-Bremer handelt es sich um solche Anleihen, „für

deren Verzinsung und Rückzahlung der Bund oder ein Land als Darlehensschuldner haftet<sup>18)</sup>.

Als Bundesschulden im Sinne des § 39 zählen auch die Bundesschuldbuchanleihen. Es handelt sich um Anleihen, die nicht stückweise in Urkunden verbrieft, sondern in das Schuldbuch eingetragen sind<sup>19)</sup>.

b) Die erforderlichen Auskünfte

Für alle diese Wertpapiere ist die Veröffentlichung eines Prospektes nicht erforderlich (§ 39 letzter Satz). Jedoch ist der Börsenvorstand auch im Falle dieser gesetzlichen Zulassung verpflichtet, die zur Einführung des Wertpapiers erforderlichen Anweisungen an die Kursmakler ergehen zu lassen. Ebenso muß das Börsenpublikum über die Merkmale der Anleihe vor der Börseneinführung unterrichtet werden.

Die zuständigen Bundes- oder Landesbehörden müssen deshalb dem Börsenvorstand Auskünfte über die Stückelung, den Zinssatz, die Zinstermine und die Rückzahlungsbedingungen geben. Die Gesamtsumme des auszugebenden Betrages muß jedoch nicht bekannt gegeben werden, infolgedessen auch nicht die Unterscheidungsnummern der einzelnen Wertpapiere. Dadurch ist es möglich, neue Stücke des gleichen Typs weiter einzuführen, sofern die angegebenen Merkmale auf diese zutreffen<sup>20)</sup>.

Nach Bekanntmachung der Merkmale veranlaßt der Börsenvorstand die Einführung der Wertpapiere in den amtlichen Börsenverkehr. Diese geschieht gebührenfrei.

2. Die Zulassung nach § 40 BG

Das BG kennt eine andere Form erleichterter Börsenzulassung: die Zulassung durch Anordnung der Landesregierung, die in § 40 BG vorgesehen ist.

Nach Abs. 1 Satz 2 des § 40 BG gilt die Zulassung durch diese Anordnung als erfolgt. Die Zulassungsstelle ist also auch hier ausgeschaltet. Das Privileg ersetzt den Zulassungsbeschluß. Grund dieser Erleichterung ist die Überzeugung des Gesetzgebers, daß bei bestimmten Arten von festverzinslichen Wertpapieren Sicherheit und Solidität außer Zweifel stehen, da der Emittent vom Staat gedeckt wird.

a) Begriff der durch § 40 privilegierten Wertpapiere.

Unter den durch § 40 privilegierten Effekten sind zu verstehen:

- 1) „Schuldverschreibungen, deren Verzinsung und Rückzahlung vom Reich (Bund) oder einem Bundesstaat (Land) gewährleistet ist ...“

<sup>18)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 104 (1), bezieht sich auf § 30 des Gesetzes über die Deutsche Reichsbank vom 15. Juni 1939 (RGBl I S. 1015).

<sup>19)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 104 (2).

<sup>20)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 104 u. 3.

Diese Garantieübernahme findet sich bei Wertpapieren, durch deren Ausgabe Kapital beschafft werden soll, dessen Verwendung im öffentlichen Interesse liegt. Wann eine Garantie vorliegt, richtet sich nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen. Eine bloße Zinsgarantie genügt nicht. Vielmehr muß auch die Rückzahlung garantiert werden<sup>21)</sup>.

Diese Gruppe von Wertpapieren ist nicht immer leicht von den Reichs- und Staatsanleihen des § 39 abzugrenzen. Als Kriterium hierfür wird die Rechtsform des ausgebenden Instituts angesehen. Man untersucht, ob es sich um eine staatliche Behörde oder um ein Institut mit eigener Rechtspersönlichkeit handelt<sup>22)</sup>.

- 2) Wertpapiere bestimmter Anstalten oder Körperschaften: kommunale Körperschaften, Kreditanstalten einer solchen Körperschaft oder kommunalständische Kreditanstalten<sup>23)</sup>.
- 3) Schließlich nennt das Gesetz auch noch die „Pfandbriefanstalten, die unter staatlicher Aufsicht stehen“, also Institute wie die Hypothekenbanken gemäß dem mehrfach geänderten Hypothekendarlehenbankengesetz vom 13. Juli 1899 (RGBl S. 375)<sup>24)</sup>.

#### b) Das Verfahren

Der Emittent muß die Befreiung vom Prospektzwang bei der Landesregierung beantragen. Ob die Regierung den Dispens gewährt, liegt in ihrem freien Ermessen.

Zuständig für die Anordnung ist die Landesregierung, in deren Bereich sich die Börse befindet, an welcher das Wertpapier eingeführt werden soll. Dies ergibt sich daraus, daß § 40 auf § 1 BG verweist, wonach der Landesregierung die Aufsicht über die Börsen obliegt.

Da bei Prospektzwang im Prinzip ein Prospekt bei jeder einzelnen Börse, bei der die Zulassung beantragt wird, eingereicht werden muß, besteht auch hier die Pflicht für jede einzelne Börse, den Dispens nach § 40 bei der zuständigen Landesregierung zu beantragen. Die Landesregierung kann jedoch einen allgemeinen Dispens für alle in ihrem Bereich liegenden Wertpapierbörsen erteilen<sup>25)</sup>.

Ist die Anordnung der Landesregierung erfolgt, so ist das Privileg das gleiche wie bei Bundes- und Landesanleihen. Die Börsenorgane sind ohne weiteres verpflichtet, bei der Einführung mitzuwirken.

Ein Unterschied zu dem Privileg des § 39 BG besteht jedoch darin, daß die Regierung die Befreiung vom Prospektzwang an Bedingungen knüpfen kann. Diese betreffen in der Praxis meistens den Erlaß einer an die Stelle des Prospektes tretenden kurzen öffentlichen Bekanntmachung, in welcher außer den Merkmalen der einzuführen-

<sup>21)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 105 (2).

<sup>22)</sup> Nussbaum a.a.O. § 40 II a) S. 179.

<sup>23)</sup> Vgl. Meyer-Bremer a.a.O. S. 106 (2) Abs. 3.

<sup>24)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 106 (2) Abs. 3.

<sup>25)</sup> Nussbaum a.a.O. § 40 I b) S. 178.

den Wertpapiere (Stückelung, Verzinsung, Tilgung, Kündbarkeit) noch z.B. die Sicherheiten und Beleihungsgrundsätze angegeben werden müssen.

Ferner muß daraus zu ersehen sein, daß die Einführung prospektfrei gemäß § 40 BG erfolgt.

Ein weiterer Unterschied gegenüber § 39 besteht darin, daß bei Wertpapieren anders als bei Pfandbriefen oder dergleichen (Schuldverschreibungen einer kommunalständischen öffentlichen Grundkreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden öffentlichen Pfandbriefanstalt) der Betrag und die Merkmale der Emission dem Börsenvorstand mitgeteilt werden müssen. Die typenmäßige Zulassung, wie sie nach § 39 möglich ist, wird durch dieses Erfordernis ausgeschlossen.<sup>26)</sup>

Auch kann die Landesregierung, ohne hierzu verpflichtet zu sein, vor Erlaß der Anordnung die Zulassungsstelle über etwaige der Zulassung entgegenstehende Bedenken hören. Dies geschieht jedoch nur in Ausnahmefällen, wenn aus besonderen Gründen eine Prospektbefreiung unzumutbar erscheint.

Vor der Börseneinführung muß das ausgebende Institut oder das Emissionshaus dem Börsenvorstand alle Merkmale und sonstige Auflagen, wenn solche verlangt worden sind, rechtzeitig mitteilen, um ihre Veröffentlichung zu ermöglichen. Der vorgesehene Einführungstag muß vier Tage vorher im Kursblatt bekannt gegeben werden.

## **§ 2 Das Zulassungsverfahren für Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen**

### **1. Kapitalerhöhung**

Die Aktien aus einer Kapitalerhöhung sind grundsätzlich dem Prospektzwang und dem ordentlichen Zulassungsverfahren unterworfen. Das Gesetz vom 23. 12. 1959<sup>27)</sup> hat für Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln eine Ausnahme vorgesehen<sup>28)</sup>. Der Grund zu dieser gesetzlichen Maßnahme war, die Umwandlung bestimmter Rücklagen in Nennkapital zu erleichtern, da bei der Währungsneuordnung im Jahre 1948, wie sich erst später herausstellte, das Nennkapital vielfach in einem zu ungünstigen Verhältnis von RM auf DM umgestellt worden ist. Die Umstände und Ausgaben, die eine Einführung junger Aktien mit sich bringt, hätten Gesellschaften daran hindern können, ihre Kapitalverhältnisse auf diesem Weg neu zu ordnen.

Die neuen Aktien sind kraft Gesetzes zugelassen. Die Zulassungsstelle wirkt bei der Zulassung nicht mit. An die Stelle der sonst üblichen Be-

<sup>26)</sup> Meyer-Bremer a.a.O. S. 106 (3).

<sup>27)</sup> BGBl I S. 789.

<sup>28)</sup> In § 13 des Gesetzes heißt es: „Sind Aktien einer Gesellschaft, die vor der Erhöhung des Grundkapitals ausgegeben sind, an einer deutschen Börse zum amtlichen Handel zugelassen, so gilt die Zulassung auch für die auf sie entfallenden neuen Aktien.“

zugaufforderung und des Prospekts tritt eine Bekanntmachung gemäß § 11 des oben erwähnten Gesetzes. Durch diese Bekanntmachung werden die Aktionäre aufgefordert, ihre neuen Aktien abzuholen und darüber informiert, daß die Gesellschaft berechtigt ist, Aktien, die nicht innerhalb eines Jahres seit der Bekanntmachung der Aufforderung im Bundesanzeiger abgeholt worden sind, nach dreimaliger Androhung für Rechnung der Beteiligten zu verkaufen.

Die Bekanntmachung gibt Auskunft über

- Betrag der Kapitalerhöhung,
- Verhältnis zwischen alten und neuen Aktien.

Der Börsenvorstand wird schriftlich darüber unterrichtet, wie die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln technisch im einzelnen durchgeführt werden soll. Er veranlaßt daraufhin eine Bekanntmachung im amtlichen Kursblatt, daß die alten Aktien der betreffenden Gesellschaft erstmalig an dem Tage, an dem die Ausgabe der neuen Aktien beginnt, „als Berichtigungsaktien“ notiert werden und die neuen Aktien vom gleichen Tage an lieferbar sind<sup>29)</sup>.

## 2. Kapitalherabsetzung

Bei Kapitalherabsetzung haben die Zulassungsstellen die Pflicht, die betreffenden Wertpapiere vom amtlichen Kursblatt zu streichen und nur nach Einreichung eines neuen Prospekts wieder zuzulassen. Der neue Prospekt, auch „Sanierungsprospekt“ genannt, muß die üblichen Angaben enthalten und zusätzlich Auskunft erteilen über

- die Umstände, die eine Kapitalherabsetzung erforderlich machten,
- Durchführungsmaßnahmen der Kapitalherabsetzung,
- Verwendung des dabei entstandenen Buchgewinns.

Der Gesetzgeber und die Praxis der Zulassungsstellen haben zwei Ausnahmen von diesem Prinzip geschaffen:

a) Die Verordnung vom 20. 4. 1932<sup>30)</sup> betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel hat im Fall der Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien vorgesehen, daß die Zulassungsstelle von der Einstellung der amtlichen Notierung absehen kann:

- wenn die Verhältnisse der Gesellschaft durch die Einziehung nicht oder nicht wesentlich berührt werden (§ 1 der VO).

Dies ist der Fall, wenn

- die eingezogenen Aktien unentgeltlich zur Verfügung gestellt oder
- die Aktien zu Lasten des aus der Jahresbilanz sich ergebenden Reingewinns oder einer freien Rücklage eingezogen werden;

<sup>29)</sup> Vgl. hierzu Horst Gericke a.a.O. S. 137.

<sup>30)</sup> RGBI I S. 181.

- wenn die Gesellschaft insgesamt nicht mehr als 10 % des Grundkapitals eingezogen hat (§ 4 II der VO).

In diesem Fall ist der Erlaß einer von der Zulassungsstelle zu genehmigenden Bekanntmachung vorgesehen, die im wesentlichen die gleichen Angaben wie der Prospekt enthält, jedoch nicht die Prospekthaftung begründet.

- b) Im Interesse einer möglichst laufenden Notierung der Aktien wird diese in der Praxis nur eine möglichst kurze Zeit eingestellt. Sie wird unverzüglich wieder aufgenommen, wenn eine Bank sich verpflichtet, in einer von der Zulassungsstelle zu bestimmenden Frist die Wiederzulassung zu beantragen.

### **§ 3 Das Zulassungsverfahren für ausländische Wertpapiere**

#### **1. Die grundsätzliche Gleichbehandlung**

Das Börsengesetz hat kein besonderes Verfahren hinsichtlich der Zulassung ausländischer Wertpapiere vorgesehen. Auch wurde nie ein gesetzliches Zulassungsverbot ausgesprochen.

Von 1932 bis 1956 konnte jedoch praktisch kein Deutscher frei Auslandseffekten kaufen. Der Erwerb, die Veräußerung sowie die Ein- und Ausfuhr ausländischer Wertpapiere war für Deviseninländer grundsätzlich verboten; es bedurfte dazu einer devisenrechtlichen Sondergenehmigung der Bank deutscher Länder, die nur in Ausnahmefällen erteilt wurde. Das Verbot, ausländische Wertpapiere an den Börsen zu handeln, wurde also durch devisenrechtliche Maßnahmen und nicht durch eine Sondergesetzgebung ausgesprochen. Durch die Allgemeine Genehmigung der Bank deutscher Länder (Nr. 87/561), an deren Stelle die Allgemeine Genehmigung Nr. 91/592 trat, wurde die Freizügigkeit des inländischen Kapitalverkehrs wieder hergestellt.

Die Aufsichtsbehörde hat jedoch immer die Möglichkeit, der Zulassungsstelle Anweisungen zu erteilen, und auf diesem Wege kann sie die Zulassungsstelle darauf aufmerksam machen, daß eine angestrebte Zulassung nicht wünschenswert sei. In den letzten Jahren war jedoch eine derartige Intervention der Aufsichtsbehörde nicht erforderlich.

#### **2. Das Zulassungsverfahren**

- a) Im Prinzip werden die Vorschriften hinsichtlich der Zulassung inländischer Wertpapiere sinngemäß angewendet<sup>31)</sup>. Soweit diese auf ausländische Wertpapiere nicht passen, ist es Aufgabe der Zulassungsstelle, zu bestimmen, ob und welche Angaben gemacht werden müssen. Dabei sind wiederum die Grundsätze des § 36 zu berücksichtigen. Hinsichtlich der Zulassung ausländischer Wertpapiere der gleichen Art wie in § 40 BG ist ebenfalls eine sinngemäße Anwendung der Vorschriften der Zulassungsverordnung vorgeschrieben.

<sup>31)</sup> Siehe Meyer-Bremer a.a.O. unter § 41 Seite 108, 4.

- b) Im einzelnen hat der Gesetzgeber jedoch einige Sondervorschriften für die Zulassung ausländischer Wertpapiere vorgesehen:

- 1) Die Zulassung von Anteilscheinen oder von staatlich nicht garantierten Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, daß sich die Emittenten verpflichten, die Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung der Gesellschaft während der Dauer von 5 Jahren in deutschen Zeitungen zu veröffentlichen<sup>32)</sup>. Diese Verpflichtung soll die Zulassung ausländischer Wertpapiere nicht erschweren, sondern nur bewirken, daß sie den Vorschriften des deutschen Aktiengesetzes entspricht. Dadurch werden die ausländischen Wertpapiere denselben Kontrollmöglichkeiten und derselben Publizität wie die inländischen unterworfen. Diese Verpflichtung wurde mit Rücksicht auf die gleiche Dauer der Prospekthaftung auf fünf Jahre beschränkt, doch stellen die Zulassungsstellen meistens höhere Ansprüche und verlangen, daß sich die Gesellschaft verpflichtet, während der ganzen Zeit, in der mit ihren Wertpapieren gehandelt wird, jene Veröffentlichungen vorzunehmen.

Infolge der Vorschrift des § 5 Zul.Bek., daß ein Zulassungsantrag bei einer deutschen Wertpapierbörse nur von einem an dieser Börse vertretenen Kreditinstitut eingereicht werden kann, übernimmt dann auch das Kreditinstitut die Publikationsverpflichtung.

Ausländische Staats- und Kommunalanleihen werden von der Vorschrift des § 41 II nicht betroffen. Bei ihnen kann wegen der Staatsgarantie auf die Kenntnis der Jahresabschlüsse verzichtet werden.

- 2) Bei Schuldverschreibungen eines ausländischen Staates, einer ausländischen Körperschaft oder kommunalen Kreditanstalt werden weitere Erfordernisse, bezüglich der Angaben des Prospektes, gestellt<sup>33)</sup>.

Der Prospekt muß enthalten:

eine Übersicht über den letzten ordentlichen oder außerordentlichen Haushaltsetat oder die Angabe, daß ein Etat nicht veröffentlicht wird;

eine Übersicht über die wesentlichen Ergebnisse der drei letzten Jahreshaushaltsabschlüsse des Gemeinwesens;

eine Übersicht über den Schuldenbestand des Gemeinwesens; sofern die Verbindlichkeiten, die das Gemeinwesen innerhalb der letzten zehn Jahre aus Anleihen nach Maßgabe der öffentlichen Anleihebedingungen durch Zins- oder Kapitalzahlung zu erfüllen hat, bisher unerledigt geblieben sind, die Mitteilung der diesbezüglichen Umstände.

<sup>32)</sup> § 41 II BG

<sup>33)</sup> § 10 Zul.Bek.

Es kann jedoch von diesen Angaben abgesehen werden, wenn die Finanzverhältnisse des Staates so klar liegen und so allgemein bekannt sind, daß es einer weiteren Information des Publikums im Sinne des § 36 III b BG nicht bedarf<sup>33)</sup>. Diese Erleichterung wurde vorgesehen, um befreundete Staaten nicht durch zu strenge Auskunftspflichten zu verstimmen und könnte allgemein bei allen Anträgen auf Zulassung von Schuldverschreibung eines Mitgliedstaates der EWG angewendet werden.

3. Fragen, die aus den Unterschieden in den Rechtsordnungen entstehen. Im Einzelfall obliegt der Zulassungsstelle die Prüfung, ob das ausländische Wertpapier für den deutschen Börsenhandel geeignet erscheint oder nicht, etwa wenn in Bezug auf gewisse Punkte andere Rechtsvorschriften als in Deutschland bestehen, wie zum Beispiel in Bezug auf die Form der Wertpapiere. Es werden an den deutschen Börsen nur Inhaber- und Orderpapiere gehandelt. Holländische, amerikanische und italienische Wertpapiere, die auf den Namen lauten, werden über die Kassenvereine, die es an jeder Börse der Bundesrepublik gibt, gehandelt. Hinsichtlich der Notierung werden ausländische Aktien, die an ihren Heimatbörsen pro Stück notiert werden und nicht nach Prozentsätzen des Nennwerts, wie es in Deutschland der Fall ist, weiter pro Stück notiert, doch in deutscher Währung.

Bezüglich des Drucks der Wertpapiere gibt es in Deutschland besondere Richtlinien, die z.B. in Frankreich weniger streng sind, was einige Schwierigkeiten mit sich brachte, als 1959 das erste französische Wertpapier an deutschen Börsen eingeführt wurde. Die Zulassungsstelle, an die der Antrag gerichtet wurde, erhob Einwände gegen den Druck des französischen Effekts, der den deutschen Vorschriften nicht entsprach. Die Frage wurde so gelöst, daß sich der Antragsteller verpflichtete, etwa gefälschte Stücke Zug um Zug gegen echte auszutauschen.

Um diese Schwierigkeit in Zukunft zu beseitigen, wurden in Frankreich, wie im III. Teil dieser Arbeit schon dargestellt, neue Druckrichtlinien vorgeschrieben, die seit 1. 1. 1961 in Kraft getreten sind, und mit denen sich die deutschen Börsenvorstände einverstanden erklärt haben.

Eine weitere Frage bei der Zulassung ausländischer Wertpapiere in der Bundesrepublik wird durch die Erhebung einer Wertpapiersteuer nach § 14 Abs. 1 Ziff. 2 KVStG aufgeworfen, die es in vielen Ländern, insbesondere in Frankreich, gar nicht gibt.

Der Wertpapieraussteller muß somit erheblich mehr für die Börseneinführung seiner Wertpapiere in Deutschland aufwenden als z.B. in Frankreich. Das führt dazu, daß die Einführung ausländischer Wertpapiere an deutschen Börsen vielmals an der Kostenfrage scheiterte.

In der Praxis haben die ausländischen Gesellschaften, deren Effekten in den letzten Jahren an deutschen Börsen eingeführt worden sind, die Wertpapiersteuern auf Grund besonderer Vereinbarungen mit der deutschen Finanzverwaltung durch Zahlung von Pauschalbeträgen abgegolten.

---

<sup>33)</sup> § 10 Zul. Bek.

Im Interesse eines internationalen Wertpapierhandels läge es, die Wertpapiersteuer abzuschaffen, die dem Fiskus nur geringe Beträge zuführt, dafür aber den internationalen Kapitalverkehr hemmt.

### **III. Kapitel:**

## **Vergleich der besonderen Zulassungsverfahren in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

### **§ 1 Vergleich der prüfungslosen Börsenzulassung privilegierter Wertpapiere in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

In beiden Ländern werden die Anleihen des Staates (des Bundes- und der Länder in der Bundesrepublik Deutschland) und die Schuldverschreibungen, deren Rückzahlung und Verzinsung vom Staat gewährleistet wird, von Amts wegen in das amtliche Kursblatt aufgenommen. Die Zulassungsbehörden wirken bei der Börseneinführung nur mit, um die Unterbringung der Anleihe durch die Veröffentlichungen ihrer Hauptmerkmale zu erleichtern.

Ein Unterschied in der französischen und deutschen Regelung besteht darin, daß die Privilegierung sich in der Bundesrepublik auf einen breiteren Kreis von Wertpapieren erstreckt, und zwar auch auf Anleihen von Gemeinden, Gemeinschaftsverbänden und unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten.

Ihre Wertpapiere werden auf Grund einer Anordnung der Landesregierung ohne Prüfung der Zulassungsstellen und ohne Veröffentlichung eines Prospekts amtlich notiert.

Dieses Vorrecht der öffentlichen Hand ist jedoch nicht in allen Fällen gerechtfertigt. Es ist dadurch der Öffentlichkeit kein wirklicher Einblick in die Finanzverhältnisse des Ausgebers verschafft, dessen Kreditwürdigkeit jedoch nicht immer über jeden Zweifel steht<sup>34)</sup>.

Im Rahmen eines internationalen Börsenhandels in den Mitgliedstaaten der EWG müßte wahrscheinlich auf dieses weite Privileg der öffentlichen Hand verzichtet werden. Die erleichterte Zulassung würde dann nur den in § 68 (3) EWG-Vertrag bezeichneten Anleihen zustehen.

### **§ 2 Vergleich der Zulassungsverfahren bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

Im allgemeinen ist das Zulassungsverfahren in beiden Ländern das gleiche als bei ersten Einführungen.

1. Zu bemerken ist, daß in Frankreich die jungen Aktien vor ihrer materiellen Herstellung stückellos amtlich dagegen in Deutschland im Freiverkehr (Jungscheinverkehr) gehandelt werden. Es stünde jedoch

---

<sup>34)</sup> Vgl. hierzu Gericke a.a.O. S. 268.

einem amtlichen Handel dieser Jungscheine, wie er in Frankreich ausgeführt wird, nichts entgegen. Die Zeit, die von der Begebung bis zur Börseneinführung eines Wertpapiers vergeht, und über dessen Länge in der Bundesrepublik allgemein geklagt wird, könnte auf diese Weise etwas verkürzt werden.

2. Die deutsche Regelung sieht in gewissen Fällen bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und bei Kapitalherabsetzungen, wenn dadurch die Verhältnisse der Gesellschaft nicht wesentlich geändert werden, Erleichterungen des Zulassungsverfahrens vor.

Bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln werden die jungen Aktien kraft Gesetzes zugelassen. Es bedarf keiner Prüfung durch die Zulassungsstelle und keiner Prospektveröffentlichung. Diese Vorschrift ist durchaus zu begrüßen und sollte auch in Frankreich eingeführt werden, da in diesem besonderen Fall die Kapitalverhältnisse der Gesellschaft durch die Ausgabe junger Aktien nicht geändert, sondern nur neu geordnet werden.

Zu begrüßen ist auch die deutsche Vorschrift, daß bei Kapitalherabsetzungen, die die Verhältnisse der Gesellschaft nicht wesentlich ändern, die Zulassungsstelle von der Einstellung der amtlichen Notierung absehen kann.

Diese Vorschrift dient dem Interesse der Aktienbesitzer auf eine möglichst laufende Notierung ihrer Wertpapiere.

### **§ 3 Vergleich der Zulassungsverfahren für ausländische Wertpapiere in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland**

1. Der grundsätzliche Unterschied zwischen den französischen und deutschen Zulassungsregelungen für ausländische Wertpapiere besteht darin, daß in Frankreich das Zulassungsverbot für ausländische Wertpapiere von 1916 noch nicht aufgehoben ist und es somit einer Genehmigung des Finanzministers bedarf, um ein Zulassungsverfahren einzuleiten. In der Bundesrepublik dagegen sind den ausländischen Emissionen weder gesetzliche noch devisenrechtliche Schranken auferlegt.

2. Das Zulassungsverfahren an sich ist in beiden Ländern das gleiche als für inländische Wertpapiere.

Im einzelnen müssen in Frankreich einige zusätzliche Unterlagen eingereicht und Informationen veröffentlicht werden. In der Bundesrepublik dagegen werden die Vorschriften hinsichtlich der Zulassung inländischer Wertpapiere sinngemäß angewendet.

Daß in Frankreich den ausländischen Ausgebern gegenüber den inländischen zusätzliche Auflagen zufallen, geht daraus hervor, daß die Publizität vor der Börsenzulassung in Frankreich ungenügend geregelt ist. Bestünde, wie in Deutschland, eine Prospektpflicht, so wäre die Öffentlichkeit auch bei der Zulassung ausländischer Wertpapiere über den Aussteller genügend informiert und müßten ausländische Gesellschaften keine Sonderpflichten, wie u.a. die Veröffentlichung ihrer Satzung im vollen Umfang, auferlegt werden.

Die Vorschrift, daß ein ausländischer Wertpapieraussteller einen Wohnsitz in Frankreich haben muß und französische Bevollmächtigte mit tatsächlichem Wohnsitz in Frankreich, die für die Richtigkeit der Veröffentlichungen haften, angeben muß, verfehlt auch seinen Zweck, weil keine Gewährleistung für die Zahlungsfähigkeit dieser Bevollmächtigten geboten wird.

Die deutsche Regelung, nach der ein inländisches Kreditinstitut gemeinsam mit dem Ausgeber der Wertpapiere — ob es sich um einen deutschen oder ausländischen Ausgeber handelt — für die Richtigkeit der Prospektangaben haften muß, gewährt dem Publikum einen weit besseren Schutz. Diese Vorschrift könnte jedoch ausgedehnt werden, daß auch Kreditinstitute eines anderen EWG Landes berechtigt wären, Anträge auf Einführung von Wertpapieren an den Börsen zu stellen. Zum Zweck eines internationalen Börsenhandels müßte das Zulassungsverfahren allgemein so geregelt sein, daß es sowohl auf inländische wie auf ausländische Wertpapiere angewendet werden könnte.

# Literaturverzeichnis

## I. Französisches Schrifttum

- Allain B., Les Courtiers en Valeurs Mobilières, Thèse Paris 1949.
- Bigo R., Les Bases Historiques de la Finance Moderne 1933
- Boissière, La Compagnie des Agents de Change et le Marché Officiel à la Bourse de Paris, Thèse Paris 1925.
- Boudon G., La Bourse et ses Hôtes, 1896.
- Branger M., L'Admission des Valeurs Mobilières aux Cotes Officielles des Bourses à Parquet, Thèse Poitiers 1951.
- Colling A., La Prodigueuse Histoire de la Bourse, 1949.
- Constans, La Nouvelle Organisation des Bourses de Valeurs, 1943.
- Demoustier H., L'Intervention de l'Etat dans l'Admission des Valeurs à la Cote, Thèse Lyon 1942.
- Escarra J. Cours de Droit Commercial, 1952.
- Guillorit, La Règlementation des Bourses de Valeurs en France depuis 1940, 1946.
- Haour P., La Bourse, 1962.
- Hartwig Ch., Les Nouvelles Techniques d'Emission Privées de Valeurs Mobilières en France de 1945 à 1955, Thèse Dijon 1956.
- Hemmendinger A., De la Publicité Financière, Thèse Strasbourg 1945.
- Homme B., La Bourse des Valeurs et l'Economie Dirigée Thèse Paris 1942.
- Kaepelin F., De l'Attitude des Pouvoirs Publics à l'Egard des Marchés Français de Valeurs Etrangères, Thèse Paris 1942.
- Lyon-Caen et Renault, Traité de Droit Commercial.
- Moreau-Néret, Les Valeurs Mobilières.
- Nebot G., Bourse et Capitalisme en France, Thèse Paris 1950.
- Perié Ch., L'Admission des Valeurs Mobilières à la Cote, Thèse Montpellier 1915.
- Pinoteau Ch., La Législation Pénale en Matière Economique et Financière, 1959.
- Poitoux B., Historique de la Bourse de Paris, Thèse Paris 1926.
- Rivière, De l'Admission à la Cote dans les Bourses Françaises de Valeurs 1913.
- Rousseau A., Manuel des Agents de Change, 1893 et supplément 1902.
- Rousselet et Patin, Délits et Sanctions dans les Sociétés par Actions, 1938.
- Saint-Germes J. de, Bourse et Banque, Nouvelle Règlementation du Marché Financier, 1942.
- Sayous A. Les Bourses Allemandes, 1935.
- Sée J. B., Esquisse d'une Histoire Economique de la France, 1928.
- Vidalenche G., La Bourse, 1957.
- Waldmann, Traité de la Profession d'Agent de Change, 1888.

## II. Deutsches Schrifttum

- Begründung zum Entwurf des Börsengesetzes, Annalen des Deutschen Reichs, 1895
- Bruns G., Einführung in den Effektenverkehr, 1959
- Czernin P. Graf, Die Börse, 1937
- Ehrenberg R., Das Zeitalter der Fugger, 1896
- Entwurf zum Börsengesetz
- Flersheim F., Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, 1914
- Fürst M., Die Börse, Ihre Entstehung und Entwicklung 1923
- Gericke H., Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961
- Geschichte der Handelskammer zu Frankfurt am Main 1908—1958
- Göppert H., Das Recht der Börsen, 1932
- „ „, Das Wesen der Börse im Rechtssinn, 1932
- Herold, Bank und Börsenrecht, 1956
- Hoch O., Das Maklerwesen an der Wertpapierbörse zu Frankfurt am Main, 1927
- Huber, Wirtschafts-Verwaltungsrecht, 1953
- Hueck, Recht der Wertpapiere, 1958
- Jacobs P., Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, 1914
- Jessen A., Wehrwirtschaft und Börse, 1937
- Lehmann K., Das Recht der Aktiengesellschaft, 1898
- Klebba W., Börsen- und Effektenhandel im Kriege, 1920
- Knapp L., Die Volkswirtschaftliche Funktion und Problematik der Effektenbörse in ihrem Wandel seit der Vorkriegszeit, Dissertation Hamburg 1939
- Mellerowicz, Aktiengesetz, Großkommentar, 1961
- Meyer-Bremer, Börsengesetz, 1957
- Nussbaum E., Kommentar zum Börsengesetz, 1910
- Obst-Hinter, Geld, Bank und Börsenwesen
- Opermann, Börsen und Wertpapiergeschäfte
- Philipp R., Die Zulassung von Wertpapieren und der Zulassungsprospekt, 1924
- Prion W., Börsen — Wozu?, 1939
- „ „ Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Berlin, 1929
- „ „ Ist die Börse reformbedürftig?, 1932
- Schacht H., Die Börse im Dritten Reich, 1934
- Schneider-Dahlheim, Usancen der Deutschen Wertpapierbörsen, 1953
- Sieg H., Börsenrecht, 1953
- Sombart, Der Moderne Kapitalismus
- Treue W., Wirtschaftsgeschichte der Neuzeit, 1962
- Weber A., Geld, Banken und Börsen
- Wohlfarth-Everling-Glaesner-Sprung, Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, 1960
- Zänsdorf, Verfassung und Organisation der Deutschen Börsen im Lichte der Rechtsgeschichtlichen Entwicklung, 1937

## Lebenslauf

Am 21. August 1929 wurde ich Lise Funck-Brentano in Saarbrücken geboren, bin jedoch französischer Staatsangehörigkeit und besuchte das Lycée de Jeunes Filles in Straßburg wo ich im Juni 1948 mit dem zweiten Teil des Baccalauréats meine Schulbildung abschloß.

Ich studierte Rechtswissenschaft an den Universitäten Paris und Straßburg und bestand im Juni 1952 das Examen der „Licence en droit“. Im Februar 1954, nach einer Prüfung das certificat d'aptitude à la profession d'avocat (c.a.p.a.) wurde ich von der Pariser Anwaltskammer als Rechtsanwältin zugelassen. 1959 und 1960 studierte ich während zwei Semestern an der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt Main. Meine Hochschullehrer waren die Herren Professoren Abraham, Böhm, Coing, Erler, Isele, Kronstein, Müller-Freienfels.



# Literaturverzeichnis

## I. Französisches Schrifttum

- Allain B., Les Courtiers en Valeurs Mobilières, Thèse Paris 1949.
- Bigo R., Les Bases Historiques de la Finance Moderne 1933
- Boissière, La Compagnie des Agents de Change et le Marché Officiel à la Bourse de Paris, Thèse Paris 1925.
- Boudon G., La Bourse et ses Hôtes, 1896.
- Branger M., L'Admission des Valeurs Mobilières aux Cotes Officielles des Bourses à Parquet, Thèse Poitiers 1951.
- Colling A., La Prodigieuse Histoire de la Bourse, 1949.
- Constans, La Nouvelle Organisation des Bourses de Valeurs, 1943.
- Demoustier H., L'Intervention de l'Etat dans l'Admission des Valeurs à la Cote, Thèse Lyon 1942.
- Escarra J. Cours de Droit Commercial, 1952.
- Guilloriot, La Réglementation des Bourses de Valeurs en France depuis 1940, 1946.
- Haour P., La Bourse, 1962.
- Hartwig Ch., Les Nouvelles Techniques d'Emission Privées de Valeurs Mobilières en France de 1945 à 1955, Thèse Dijon 1956.
- Hemmendinger A., De la Publicité Financière, Thèse Strasbourg 1945.
- Homme B., La Bourse des Valeurs et l'Economie Dirigée Thèse Paris 1942.
- Kaepelin F., De l'Attitude des Pouvoirs Publics à l'Egard des Marchés Français de Valeurs Etrangères, Thèse Paris 1942.
- Lyon-Caen et Renault, Traité de Droit Commercial.
- Moreau-Néret, Les Valeurs Mobilières.
- Nebot G., Bourse et Capitalisme en France, Thèse Paris 1950.
- Perié Ch., L'Admission des Valeurs Mobilières à la Cote, Thèse Montpellier 1915.
- Pinoteau Ch., La Législation Pénale en Matière Economique et Financière, 1959.
- Poitoux B., Historique de la Bourse de Paris, Thèse Paris 1926.
- Ribière, De l'Admission à la Cote dans les Bourses Françaises de Valeurs 1913.
- Rousseau A., Manuel des Agents de Change, 1893 et supplément 1902.
- Rousselet et Patin, Délits et Sanctions dans les Sociétés par Actions, 1938.
- Saint-Germes J. de, Bourse et Banque, Nouvelle Réglementation du Marché Financier, 1942.
- Sayous A. Les Bourses Allemandes, 1935.
- Sée J. B., Esquisse d'une Histoire Economique de la France, 1928.
- Vidalenche G., La Bourse, 1957.
- Waldmann, Traité de la Profession d'Agent de Change, 1888.

## II. Deutsches Schrifttum

- Begründung zum Entwurf des Börsengesetzes, Annalen des Deutschen Reichs, 1895
- Bruns G., Einführung in den Effektenverkehr, 1959
- Czernin P. Graf, Die Börse, 1937
- Ehrenberg R., Das Zeitalter der Fugger, 1896
- Entwurf zum Börsengesetz
- Flersheim F., Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, 1914
- Fürst M., Die Börse, Ihre Entstehung und Entwicklung 1923
- Gericke H., Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961
- Geschichte der Handelskammer zu Frankfurt am Main 1908—1958
- Göppert H., Das Recht der Börsen, 1932
- „ „, Das Wesen der Börse im Rechtssinn, 1932
- Herold, Bank und Börsenrecht, 1956
- Hoch O., Das Maklerwesen an der Wertpapierbörse zu Frankfurt am Main, 1927
- Huber, Wirtschafts-Verwaltungsrecht, 1953
- Hueck, Recht der Wertpapiere, 1958
- Jacobs P., Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, 1914
- Jessen A., Wehrwirtschaft und Börse, 1937
- Lehmann K., Das Recht der Aktiengesellschaft, 1898
- Klebba W., Börsen- und Effektenhandel im Kriege, 1920
- Knapp L., Die Volkswirtschaftliche Funktion und Problematik der Effektenbörse in ihrem Wandel seit der Vorkriegszeit, Dissertation Hamburg 1939
- Mellerowicz, Aktiengesetz, Großkommentar, 1961
- Meyer-Bremer, Börsengesetz, 1957
- Nussbaum E., Kommentar zum Börsengesetz, 1910
- Obst-Hinter, Geld, Bank und Börsenwesen
- Opermann, Börsen und Wertpapiergeschäfte
- Philipp R., Die Zulassung von Wertpapieren und der Zulassungsprospekt, 1924
- Prion W., Börsen — Wozu?, 1939
- „ „, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Berlin, 1929
- „ „, Ist die Börse reformbedürftig?, 1932
- Schacht H., Die Börse im Dritten Reich, 1934
- Schneider-Dahlheim, Usancen der Deutschen Wertpapierbörsen, 1953
- Sieg H., Börsenrecht, 1953
- Sombart, Der Moderne Kapitalismus
- Treue W., Wirtschaftsgeschichte der Neuzeit, 1962
- Weber A., Geld, Banken und Börsen
- Wohlfarth-Everling-Glaesner-Sprung, Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, 1960
- Zänsdorf, Verfassung und Organisation der Deutschen Börsen im Lichte der Rechtsgeschichtlichen Entwicklung, 1937

## Lebenslauf

Am 21. August 1929 wurde ich Lise Funck-Brentano in Saarbrücken geboren, bin jedoch französischer Staatsangehörigkeit und besuchte das Lycée de Jeunes Filles in Straßburg wo ich im Juni 1948 mit dem zweiten Teil des Baccalauréats meine Schulbildung abschloß.

Ich studierte Rechtswissenschaft an den Universitäten Paris und Straßburg und bestand im Juni 1952 das Examen der „Licence en droit“. Im Februar 1954, nach einer Prüfung das certificat d'aptitude à la profession d'avocat (c.a.p.a.) wurde ich von der Pariser Anwaltskammer als Rechtsanwältin zugelassen. 1959 und 1960 studierte ich während zwei Semestern an der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt/Main. Meine Hochschullehrer waren die Herren Professoren Abraham, Böhm, Coing, Erler, Isele, Kronstein, Müller-Freienfels.





